

I Mini Bond – Contesto normativo e aspetti legali di riferimento

Gianpaolo Garofalo



Bergamo, 9 aprile 2014

Equiparazione delle condizioni di accesso al mercato

- La crisi economico-finanziaria globale ha determinato, com'è noto, un restringimento dell'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese (c.d. *credit crunch*)
- A tale scenario, il governo italiano ha risposto attraverso alcune misure volte all'ampliamento delle fonti di approvvigionamento finanziario, in specie per le imprese di piccole e medie dimensioni (**PMI**), nell'intento, tra l'altro, di ridurre il livello di indebitamento del sistema bancario (*deleveraging*), come inoltre previsto da Basilea III
- In particolare, il nuovo quadro normativo (i) mira all'estensione, in generale, alle società non quotate delle stesse agevolazioni fiscali (deducibilità degli interessi passivi corrisposti sugli strumenti emessi e applicazione dell'imposta sostitutiva e delle relative esenzioni fiscali sui proventi corrisposti agli investitori) garantite alle società quotate, nonché della possibilità di eccedere i limiti quantitativi disposti dai commi primo e secondo dell'articolo 2412 c.c. e (ii) consente a realtà produttive di minor cabotaggio quali le PMI - come definite nella Raccomandazione europea 2003/361 - di rivolgersi ad una platea più ampia di potenziali investitori, italiani ed esteri, attraverso l'emissione di *alternative financial instruments* (obbligazioni e cambiali finanziarie)
 - Era già possibile (Art. 2483 c.c.) per le S.r.l. emettere in generale titoli debito destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali
- Vantaggi dell'accesso al mercato obbligazionario anche alle società non quotate:
 - flessibilità e diversificazione delle fonti di raccolta;
 - costi/condizioni di finanziamento (tassi/durata del prestito) potenzialmente più vantaggiose rispetto al circuito bancario;
 - fruizione dei benefici fiscali predisposti nel nuovo quadro normativo;
 - visibilità sul mercato

Riforma del quadro normativo di riferimento per gli emittenti non quotati - Interventi legislativi

- **Obiettivo:** rimozione degli ostacoli (normativi e fiscali) all'accesso ai mercati dei capitali per emittenti non quotati e in particolare per le PMI
- **Ambito oggettivo:** disciplina civilistica e fiscale delle cambiali finanziarie (disciplinate con Legge 13 gennaio 1994, n. 43) e delle obbligazioni e titoli simili alle obbligazioni (anche subordinate o partecipative)
 - Definizione di «Titoli simili alle obbligazioni» (Art. 44, Comma 2, Lett. C) della Legge 22 dicembre 1986, n. 917 - Testo Unico delle Imposte sui Redditi):
Titoli di massa che:
 - contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata (*redemption at par*);
 - con o senza la corresponsione di proventi periodici; e
 - che non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale siano stati emessi, né di controllo sulla gestione stessa”
- **Interventi riformatori:**
 - articolo 32 (*Strumenti di finanziamento alle imprese*) del Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge con modifiche dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134 (**DL 83/2012** o **Decreto Sviluppo**);
 - articolo 36 (*Misure in materia di confidi, strumenti di finanziamento e reti d'impresa*) del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (**DL 179/2012** o **Decreto Crescita/Decreto Sviluppo-bis**), Convertito in legge con modifiche dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221. Il comma 3 ha apportato alcune modifiche all'articolo 32, DL 83/2012; e
 - articolo 12 (*Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa*) del Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 (**Decreto Destinazione Italia**), che ha modificato, *inter alia*, la Legge 30 aprile 1999, n. 130, l'articolo 46 del Testo Unico Bancario (**TUB**) e l'articolo 32 del DL 179/2012.

Regime civilistico previgente al «Decreto Sviluppo» - Art. 2412 c.c.

- Disposizione chiave sotto il profilo civilistico in materia di emissioni di titoli di debito è l'Art. 2412 c.c., il quale prevedeva:
- **soglia massima all'emissione:** la società può emettere obbligazioni (al portatore o nominative) per una somma complessivamente non **eccedente il doppio del capitale sociale più la riserva legale e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (Comma 1)**. Al fine del computo di tale limite concorrono anche gli importi delle garanzie comunque prestate dalle società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere (**Comma 4**)
 - **possibilità di emettere obbligazioni superando il limite** di cui al primo comma: qualora le **obbligazioni emesse in eccedenza** siano destinate alla **sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali**. In caso di **successiva circolazione** dei titoli, chi li ha trasferiti resta responsabile della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali (**Comma 2**). Inoltre, il prestito obbligazionario non è soggetto al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine di stabilire il limite medesimo, qualora l'emissione di obbligazioni sia garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, fino a due terzi del valore degli immobili medesimi (**Comma 3**)
 - Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività (**Commi 6 e 7**)
 - **Nessun limite** è previsto per l'emissione di obbligazioni da parte di **società con azioni quotate in mercati regolamentati**, purché le obbligazioni siano **destinate anch'esse alla quotazione in mercati regolamentati** ovvero **sistemi multilaterali di negoziazione**, ovvero attribuiscono il diritto di sottoscrivere o acquistare azioni ritenendo, in questo caso, sufficiente il controllo del mercato (**Comma 5**)

La modifica all'Art. 2412 c.c. ad opera dell'Art. 32 Decreto Sviluppo – Limiti Quantitativi all'Emissione (*segue*)

- La *ratio* dell'esenzione dai limiti ex Art. 2412 c.c. per gli emittenti quotati era rinvenibile negli incisivi obblighi informativi imposti dal legislatore alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati che garantivano ai potenziali investitori informazioni sufficienti sia con riferimento alla società emittente che al titolo obbligazionario
- Il quadro normativo previgente delineava quindi un forte disparità nel ricorso al finanziamento mediante prestito obbligazionario, tra (i) società emittenti titoli rappresentativi del capitale sociale quotate in mercati regolamentati (**società quotate**) e (ii) società non emittenti titoli rappresentativi del capitale sociale quotate in mercati regolamentati (**società non quotate**)
- Le società non quotate incontravano pertanto (i) limiti di carattere quantitativo all'emissione obbligazionaria (ii) trattamento fiscale penalizzante - tanto del titolo quanto della società emittente - il che rendeva il ricorso a tale forma di finanziamento particolarmente oneroso. Pertanto, forte concentrazione delle fonti di finanziamento e dipendenza dal credito bancario
- **Comma 26 Articolo 32 Decreto Sviluppo**: «All'articolo 2412 del codice civile, il quinto comma è sostituito dal seguente «*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni*»
- Con le modifiche apportate dal Decreto Sviluppo, tale deroga è stata pertanto estesa a:
 - (a) emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero
 - (b) titoli obbligazionari che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni
- Le deroga trova applicazione, indipendentemente dallo status di società quotata o meno della società emittente, ove le obbligazioni siano destinate alla quotazione

Ambito soggettivo di applicazione – estensione alle società non quotate

Ambito soggettivo:

- **Società non emittenti strumenti finanziari** rappresentativi del capitale **quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione** (società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici), **diverse dalle banche e dalle micro-imprese**, come definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003 (la **Raccomandazione 2003/361**)
- La Raccomandazione 2003/361 distingue le microimprese dalle PMI, in funzione del loro organico e del fatturato ovvero del bilancio totale annuale (c.d. *turnover*)
- La normativa italiana di recepimento della Raccomandazione 2003/361/CE è il decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005, pubblicato sulla GU n. 238 del 12 ottobre 2005
- Il decreto fornisce le necessarie indicazioni per la determinazione della dimensione aziendale ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive e si applica alle imprese operanti in tutti i settori produttivi
- Definizione – Principali indicatori – Organico e Fatturato:
 - «Media Impresa» (i) organico inferiore a 250 persone e (ii) fatturato non superiori ai 50 milioni di euro o totale di bilancio annuale non superiore a 43 milioni di euro;
 - «Piccola Impresa» (i) organico inferiore a 50 persone; (ii) fatturato o totale del bilancio annuale non superiore a 10 milioni di euro;
 - «Micro-impresa», (i) organico inferiore a 10 persone; (ii) fatturato o totale di bilancio annuale non superiore a 2 milioni di euro.

Il «Decreto Destinazione Italia» - ulteriore impulso all'emissione di obbligazioni e titoli simili

- Privilegio Bancario: estensione dell'applicabilità della garanzia sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa, previsto dall'art. 46 del TUB - prima previsto solo per i finanziamenti a medio e lungo termine - anche alle obbligazioni e titoli simili emessi da società ai sensi degli articoli 2410 e seguenti o 2483 del codice civile, aventi una scadenza a medio lungo termine, la cui sottoscrizione e circolazione è riservata a investitori qualificati
- Introduce anche per le obbligazioni emesse da PMI o società non quotate l'applicazione opzionale dell'Imposta Sostitutiva (0,25%) sulle garanzie, indirizzando gli investitori verso forme di investimento più sicure e permettendo alle imprese emittenti di finanziarsi a tassi più contenuti
- Ampliamento della platea dei potenziali investitori istituzionali. Particolare attenzione verso i Fondi Pensione e le Assicurazioni
 - Assicurazioni: gli investimenti diretti in obbligazioni, in titoli di cartolarizzazione o in quote di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni emesse da PMI o società non quotate saranno compatibili con le disposizioni in materia di copertura delle Riserve Tecniche delle Assicurazioni e dei limiti di investimento dei Fondi Pensione
 - *Credit Funds* e Fondi di Investimento riservati a investitori qualificati dedicati alla sottoscrizione di obbligazioni emesse da PMI o società non quotate: disapplicazione della ritenuta del 20% sui proventi corrisposti dai titoli anche non quotati ai fondi d'investimento
- Cartolarizzazioni di Mini bond

Quotazione su un Mercato Regolamentato

- **Normativa UE - condizioni necessarie per la quotazione sui mercati regolamentati** (alcuni di questi tuttavia possono presentare requisiti aggiuntivi, ove previsto dai rispettivi regolamenti):
 - Direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari – Direttiva Prospetti
 - Regolamento 2004/809/CE - recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari
 - Documentazione analoga a tipica operazione Eurobond
 - ✓ Prospetto d'offerta
 - ✓ Obblighi di informazione continuativa (*Transparency Directive*)

ExtraMOT PRO – Borsa Italiana S.p.A.

- **Al fine di usufruire del più vantaggioso regime fiscale previsto nel Decreto Sviluppo, è necessaria la quotazione su mercati regolamentati o l'ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione**
- Borsa Italiana S.p.A. ha di recente introdotto (11 febbraio 2013), all'interno del sistema multilaterale di negoziazione ExtraMOT, il nuovo segmento ExtraMOT PRO, che garantisce l'accesso ai soli investitori professionali (articolo 100.1 Regolamento ExtraMOT)
 - Definizione di investitori professionali: i soggetti di cui all'allegato II, parte 1 e 2 della direttiva 2004/39/CE (**Mifid**). Tale definizione indica inoltre gli "investitori qualificati" ossia i soggetti di cui all'art. 100 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) che, in forza del duplice rinvio all'art. 34-ter del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (**Regolamento Emittenti**) e all'art. 26 del il Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 (**Regolamento Intermediari**) equivale alla definizione di "clienti professionali" prevista dalla disciplina MiFID
- Il segmento ExtraMOT PRO presenta requisiti di ammissione (anche in termini di costi di *listing*) e di informativa meno stringenti rispetto a un mercato regolamentato o ad altro MTF aperto agli investitori *retail*, che lo rendono una piattaforma di negoziazione competitiva. Infatti, in quanto accessibile solo da parte di investitori professionali, consente all'emittente di procedere alla quotazione a fronte di obblighi informativi (*pre* e *post* ammissione a quotazione) semplificati
- **Strumenti ammessi** (articolo 200 Regolamento ExtraMOT) – (i) obbligazioni e altri titoli di debito comprese le cambiali finanziarie e gli strumenti partecipativi nonché i *project bonds* (ii) strumenti del mercato monetario (iii) strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (iv) covered bonds
- **Requisiti informativi – condizioni di ammissibilità degli strumenti**
 - Gli strumenti finanziari emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, possono essere ammessi a quotazione a condizione che (articolo 220.5 Regolamento ExtraMOT):
 - ✓ abbiano pubblicato e depositato i bilanci (anche consolidati) degli ultimi due esercizi annuali di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile;
 - ✓ sia stato (i) pubblicato un **prospetto redatto conformemente al Regolamento 809/2004** (non più di dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni sul sistema), oppure (ii) l'emittente renda disponibile un **documento contenente le informazioni specificate nelle Linee Guida** (Documento di ammissione semplificato), oppure (iii) l'emittente renda disponibile il **documento di offerta di cui all'articolo 102 del D.lgs 24 febbraio 1998, n. 58** (Testo Unico della Finanza) (approvato dalla Consob).

ExtraMOT PRO – Borsa Italiana S.p.A. (segue)

- **Documento di ammissione semplificato - elementi minimi** (Linee Guida 10.1):
 - ❖ Persone responsabili
 - ❖ Fattori di rischio
 - ❖ Informazioni sull'emittente:
 - ✓ storia ed evoluzione dell'emittente
 - ✓ struttura organizzativa
 - ✓ principali azionisti
 - ✓ informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria e i profitti e perdite (in alternativa è possibile allegare l'ultimo bilancio)
 - ❖ Informazioni riguardanti gli strumenti finanziari
 - ❖ Informazioni relative all'ammissione alla negoziazione e alle modalità di negoziazione
- Borsa Italiana può (i) richiedere ulteriori informazioni (ii) autorizzare l'omissione di informazioni (iii) comunicare al soggetto richiedente schemi operativi diversi da intendersi come requisiti minimali a cui attenersi nell'adempimento di tale obbligo
- Nella prima pagina del documento di ammissione occorre riportare, in posizione preminente ed in grassetto, la seguente frase: *“Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento di ammissione”*

ExtraMOT PRO – Borsa Italiana S.p.A. (*segue*)

Requisiti informativi – *ongoing disclosure*

- Comunicazione del *rating* (se esistente) e di ogni sua variazione
- Pubblicazione del bilancio sottoposto a revisione contabile, non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui è riferito;
- Informativa *price sensitive*
 - ✓ Tali informazioni sono rese disponibili mediante pubblicazione sul sito internet dell'emittente ovvero avvalendosi di uno SDIR (sistema di diffusione delle informazioni regolamentate)
- Informativa di carattere tecnico - indicazione delle cedole, delle date di pagamento degli interessi, dei piani di ammortamento e delle scadenze anticipate
 - ✓ Tali informazioni sono inoltrate a Borsa Italiana avvalendosi di uno SDIR ovvero tramite fax
- Ulteriori caratteristiche
 - ✓ Assenza di uno *Sponsor* o di un *Listing partner* obbligatorio
 - ✓ Obblighi di liquidità - la nomina di un operatore specialista è facoltativa
 - ✓ Non è previsto un corrispettivo durante la vita dello strumento finanziario
 - ✓ Modalità di negoziazione ExtraMOT

Il “*Third Market*” di Vienna Stock Exchange

- Il “*Third Market*”, MTF gestito e organizzato da Vienna Stock Exchange (**VSE**) è un sistema multilaterale di negoziazione altamente informale
- **Caratteristiche principali**
 - ✓ Nessun obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo. Per gli emittenti non bancari è richiesta la produzione di un *information memorandum*. Tale documento non è destinato alla pubblicazione ma serve esclusivamente per la valutazione sull'emittente stesso da parte di Vienna Stock Exchange ai fini della quotazione dei bonds
- **Principali documenti di cui è richiesto il deposito:** (i) termini e condizioni dei *bonds* (ii) documentazione societaria (i.e. atto costitutivo, visura camerale (o atto equivalente), ultimo rendiconto finanziario, o degli ultimi due esercizi, ove disponibile) (iii) delibera di emissione
- **Ongoing disclosure limitata** – le informazioni finanziarie relative all'emittente devono essere trasmesse con l'*Application*, ma non vi è obbligo di pubblicarle successivamente, durante la vita del bond. L'emittente deve comunicare a VSE solo eventi significativi relativi alle obbligazioni (tassi d'interesse, *early redemption*, potenziali eventi di indempimento) ed all'emittente (mutamento della denominazione legale, della sede sociale, procedure concorsuali)
- **Ulteriori caratteristiche**
 - ✓ Aperto a *public limited companies, private limited companies, trusts e partnerships*
 - ✓ *Governing law* - I bonds possono essere retti da qualunque normativa ed emessi in qualunque valuta
 - ✓ Deposito delle Global Notes presso *Euroclear, Clearstream* o lo stesso emittente
 - ✓ Costi contenuti - *Entry fees*: Euro 500/1.000 (per emittenti corporate) per bond (ISIN) – *Admission procedure fees*: Euro 200 per bond

Mini bond – Nuovo regime fiscale

- Nuovo regime fiscale dei titoli emessi da società non finanziarie non quotate (diverse dalle c.d. micro-imprese):
 - In capo all'emittente: a date condizioni viene ampliata la deducibilità degli interessi, disapplicando il regime di indeducibilità specifica applicabile agli interessi che eccedono date soglie
 - In capo al sottoscrittore: a date condizioni viene applicato il regime dell'imposta sostitutiva di cui al Decreto legislativo n. 239 del 1996 in luogo dell'ordinario regime delle ritenute alla fonte (di cui all'art. 26 del D.P.R. n. 600 del 1973), con conseguente (i) maggiore capacità di distribuzione di tali titoli nonché (ii) possibilità di disapplicare il prelievo alla fonte italiano nel caso di investitori esteri *white-listed*

Mini bond – regime attuale: deducibilità degli interessi

- **Disapplicazione dell'indeducibilità specifica sugli interessi su titoli, a condizione che:**
 - **i titoli siano sottoscritti (e successivamente circolino solo fra) investitori qualificati** (ex art. 100 TUF) che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente e sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni
- **oppure che**
 - **i titoli obbligazionari o simili emessi siano negoziati** in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white-list*
- **Conseguenza operativa:** la deducibilità degli interessi risulta notevolmente ampliata, restando soggetta solo alle ordinarie limitazioni (per le società non finanziarie, limite del 30% Ebitda)

Mini bond – regime attuale: ritenute

- **Ritenute sulle cedole (fiscalità del sottoscrittore):**
 - estensione a tali titoli del regime del D.Lgs. N. 239/96 (in luogo dell'ordinario regime della ritenuta di cui all'art. 26 del D.P.R. n. 600/73)
 - a condizione che i titoli obbligazionari o simili emessi siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white-list*
- **Conseguenze operative:**
 - l'imposta sostitutiva è prelevata dagli intermediari secondo procedure e modalità uniformi generalmente adottate dagli intermediari, con conseguente **rimozione dei vincoli procedurali alla liquidità tipici del sistema della ritenuta ex art. 26**
 - **disapplicazione del prelievo per gli investitori esteri residenti in paesi *white-listed***, con conseguente accesso efficiente ai mercati finanziari internazionali

Mini bond – opportunità

- **Opportunità del nuovo regime:**
 - **Alternativa al tradizionale finanziamento bancario** in un contesto non solo italiano in cui regole più severe di patrimonializzazione delle banche da un lato e le difficoltà del ciclo economico dall'altro, possono rendere più difficile l'accesso al credito tradizionale:
 - sia per la raccolta di risorse per nuove iniziative
 - sia per il rifinanziamento di prestiti in scadenza
 - **Accesso ai mercati finanziari esteri**

Domande?

These are presentation slides only. The information within these slides does not constitute definitive advice and should not be used as the basis for giving definitive advice without checking the primary sources.

Allen & Overy means Allen & Overy LLP and/or its affiliated undertakings. The term partner is used to refer to a member of Allen & Overy LLP or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications or an individual with equivalent status in one of Allen & Overy LLP's affiliated undertakings.