

GLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA:
OPPORTUNITÀ PER LA CRESCITA DELLE PMI

“Cambiali finanziarie e mini bond: regolamentazione e
prime evidenze di mercato”

16 maggio 2016

ODCEC di MATERA

Giampiero Gugliotta*

*Dottore commercialista - Revisore legale
Commissione Finanza Innovativa CNDCEC

Mini-bond

COSA SONO

Cosa consideriamo come 'minibond'.

Il riferimento è a **titoli obbligazionari** (di qualsiasi scadenza) o **cambiali finanziarie** (con scadenza fino a 36 mesi) nati per favorire l'accesso al mercato dei capitali anche (ma non esclusivamente) da parte di società di piccola-media dimensione.

Generalmente si definiscono i mini-bond come “**nuovi strumenti finanziari**”: in realtà questa tipologia di obbligazioni era **già prevista dalla normativa**, che però è stata **notevolmente riformata** estendendo, tra l'altro, i benefici fiscali e civilistici previsti **per le società quotate a quelle non quotate**.

Mini-bond

COSA SONO

I mini-bond sono, tecnicamente, **titoli di debito** che un'azienda emette per garantirsi **denaro contante** da parte di **investitori qualificati**.

Si tratta di forme di finanziamento che consentono alle società, soprattutto alle piccole e medie imprese, di **diversificare la fonte** dei loro finanziamenti e **ridurre la dipendenza dal sistema bancario**.

Si tratta di titoli di debito **emessi dalle imprese sul mercato mobiliare** e sottoscritti da **investitori professionali e qualificati**, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una **remunerazione stabilita**.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA

- * **Decreto Sviluppo**, Decreto legge del **22 giugno 2012, n. 83**, come modificato dalla legge di conversione del 7 agosto 2012, n. 134.
- * **Decreto Sviluppo bis**, Decreto legge del **18 ottobre 2012, n. 179**, come modificato dalla legge di conversione del 17 dicembre 2012, n. 221.
- * **Decreto Destinazione Italia**, Decreto legge del **23 dicembre 2013, n. 145**, come modificato dalla legge di conversione del 21 febbraio 2014, n. 9.
- * **Decreto Crescita e Competitività**, Decreto legge del **24 giugno 2014, n. 91**, come modificato dalla legge di conversione del 11 agosto 2014, n. 116.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Possibilità di finanziamento delle imprese non quotate

L'art. 2412 **pone delle limitazioni all'emissione di obbligazioni** da parte delle Spa, stabilendo al 1° comma che l'emittente *“può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente **non eccedente il doppio del capitale sociale**, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”*.

Sempre secondo il dispositivo dell'art. 2412 (2° comma), il limite di cui sopra *“può essere superato”* (i) *“se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla **sottoscrizione da parte di investitori professionali** soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali”*, (ii) *“se le obbligazioni emesse sono **garantite da ipoteca di primo grado su immobili** di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi”*.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Possibilità di finanziamento delle imprese non quotate

In precedenza, il comma 5 dell'art. 2412, inoltre, disponeva che *“Il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni **effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati**, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”*.

In tale contesto, quindi, le limitazioni poste dai comma 1 e 2 dell'articolo 2412 potevano essere disapplicate **solo in caso di emissioni di obbligazioni da parte di società quotate.**

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Possibilità di finanziamento delle imprese non quotate

Il Decreto Sviluppo, con le modifiche apportate dall'art. 32 all'art. 2412 del C.C., **sostituendo il precedente comma 5 con il nuovo comma 5** – *“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”*, **ha esteso, la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate**, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, che *“emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”*.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Possibilità di finanziamento delle imprese non quotate

Si tratta di una novità che innova le possibilità di finanziamento delle imprese non quotate in quanto **elimina il vincolo legale** che impediva, di fatto, alle stesse di emettere obbligazioni per un ammontare sufficiente a finanziare **progetti di dimensioni importanti**.

L'innovazione sopra **interessa anche le s.r.l.** poiché, secondo quanto previsto dall'art. 2483 del Codice Civile, le stesse possono emettere titoli di debito destinati esclusivamente ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Deducibilità spese di emissione

Il Legislatore, ha continuato con l'innovazione, infatti, con l'**art. 32, comma 13** del Decreto Sviluppo ha previsto, inoltre, che le **spese di emissione** delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili siano **deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute** indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Spese deducibili: spese di consulenza e, quindi, compensi per *advisor*, spese legali, società di *rating*, *arranger*).

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Deducibilità interessi

Il Legislatore con l'art. 36, comma 3 del **Decreto Sviluppo bis**, ha previsto **per le società non quotate**, la possibilità di **dedurre gli interessi passivi** nei limiti previsti dalla normativa (art. 96 TUIR) **a condizione che le obbligazioni** e titoli similari (Mini-bond) siano:

- * **“negoziati in mercati regolamentati** o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE *“white List”*,
- oppure
- * **detenuti da investitori professionali** che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente”.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Esenzione dalla ritenuta d'acconto

Con l'art. 36, comma 3, lett. b, il Decreto Sviluppo bis ha, infine, **esteso il regime agevolato dell'esenzione dalla ritenuta d'acconto** sugli interessi e altri proventi di **strumenti finanziari** prevista precedentemente solo ed esclusivamente per le obbligazioni emesse da banche, società quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white list" ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni, **anche** alle obbligazioni **emesse dalle società non quotate, a condizione che i titoli siano negoziati in mercati regolamentati** o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE "white list".

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Esenzione dalla ritenuta d'acconto

Il Decreto Destinazione Italia, Decreto Legge 145/2013 ha introdotto ulteriori innovazioni volte a facilitare la diffusione di forme di finanziamento di medio-lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie.

Le disposizioni più rilevanti, previste dall'Art. 12, D.L. 23 dicembre 2013, n. 145 apportano novità riguardo:

- * (i) **l'estensione dell'ambito di applicazione della cartolarizzazione** alle obbligazioni e titoli simili,
- * (ii) **ampliamento della platea dei possibili investitori** in obbligazioni e titoli simili (**Assicurazioni e Fondi pensione**) e
- * (iii) agevolazioni fiscali per i **fondi comuni di investimento** (non applicazione della ritenuta del 26%).

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA - NOVITA'

Esenzione dalla ritenuta d'acconto

In ultimo, con il Decreto Crescita e Competitività, il legislatore ha introdotto **due ulteriori innovazioni**, ovvero:

- * disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili **non negoziati in mercati regolamentati** o in sistemi multilaterali di negoziazione, **detenuti da investitori qualificati**;
- * disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi da obbligazioni e titoli simili **corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio e società per la cartolarizzazione dei crediti**.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA

Fondo Centrale di Garanzia sui mini-bond

Il 23 ottobre 2014 sono state pubblicate sul sito internet del Fondo di garanzia le disposizioni operative del Fondo aggiornate, contenenti le integrazioni relative alla **concessione della garanzia diretta su singole operazioni di sottoscrizione di mini bond**, e le **modalità operative** dedicate alla concessione di garanzie su portafogli di mini bond.

Il decreto del Ministro dello Sviluppo Economico di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze del **5 giugno 2014** stabilisce che le nuove Disposizioni e Modalità operative entrano in vigore il quindicesimo giorno successivo alla loro pubblicazione sul sito Internet del Fondo. Pertanto le richieste di ammissione per le garanzie su singoli mini bond o su portafogli di mini bond possono essere presentate a partire dal **7 novembre 2014**.

Mini-bond

NORMATIVA IN MATERIA

Fondo Centrale di Garanzia sui mini-bond

- * La possibilità di ricorrere alla garanzia del Fondo Centrale costituisce un grande vantaggio per i sottoscrittori di obbligazioni sia con riferimento alla **riduzione dei rischi** che la presenza della garanzia comporta, sia in termini di **riduzione dell'assorbimento patrimoniale** qualora essi siano soggetti sottoposti alla **vigilanza prudenziale di Banca d'Italia**.
- * La garanzia può essere richiesta da: banche, intermediari finanziari e gestori.

Mini-bond

EMITTENTI

Requisiti formali

La normativa in materia stabilisce che gli emittenti mini-bond devono essere

- * **società italiane non quotate (società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici)**
- * **Non soggette a procedure concorsuali**
- * **diverse da banche e microimprese***

*Con fatturato superiore a **2 milioni di Euro**, ovvero con un numero di dipendenti **non inferiore a 10 (micro-imprese, come definite dalla Raccomandazione 2003/261/CE)**

Mini-bond

EMITTENTI

Requisiti di mercato

I requisiti richiesti dal mercato sono i seguenti:

- * **solidità finanziaria**, comprovata da un *rating investment grade* o dalla disponibilità per la potenziale impresa emittente di disponibilità di garanzie collettive;
- * **size di emissione non inferiore a Euro 2 milioni**, tenendo in considerazione il rapporto costi/benefici che tale strumento porta con sé;
- * **adeguato livello di risorse finanziarie** necessarie a supportare il progetto di crescita; tali risorse infatti, non possono essere utilizzate per la sostituzione di finanziamenti bancari o per ristrutturazione del debito.

Mini-bond

EMITTENTI

Requisiti informativi

Specificamente, trattasi di:

- * **bilanci degli ultimi due esercizi depositati;**
- * **revisione del bilancio** (nel caso di quotazione dell'obbligazione);
- * disponibilità di un **business plan** dettagliato e credibile;
- * **processi e sistemi** dell'area amministrazione e controllo in grado di produrre un **reporting periodico** (bilanci di periodo e previsione economico-patrimoniale con frequenza almeno semestrale);
- * **Disponibilità documenti** societari contenenti alcune **informazioni essenziali** (atto costitutivo, statuto della società emittente, certificato di vigenza rilasciato dalla competente Camera di Commercio, certificato fallimentare rilasciato dalla competente sezione del Tribunale Fallimentare).

Mini-bond

EMITTENTI

Profilo aziendale ideale emittente

Caratteristiche:

- * **assenza di procedure concorsuali** in corso, ovvero in via di definizione;
- * **non** appartenenza alla categoria delle **start-up** o delle imprese interessate da **turn around**;
- * presenza di un **fatturato in crescita** ed EBITDA positivo negli ultimi anni;
- * dotazione di un **elevato potenziale tecnologico/innovativo** sia in termini di prodotto che di processo;
- * potenzialità in termini di **sviluppo internazionale**.

Mini-bond

EMITTENTI

Stato attuale e scenari futuri

Il quadro normativo è sostanzialmente completo ed è possibile rilevare che il mercato è ormai operativo.

Le emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio Mini-bond durante l'anno **2015** risultano essere **78**.

Nel corso dell'anno **2014** si erano registrate invece **71 emissioni**.

A partire dal **2012** sono stati quindi effettuati SEE.

Mini-bond

EMITTENTI

Stato attuale e scenari futuri

Il trend di **crescita** fino ad oggi appare oltremodo **lineare**.

- * Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza di casi di obbligazioni (I **179 collocamenti comprendono anche 19 cambiali finanziarie** pari al 10,6% del collocamento totale, di cui ben 12 relative all'anno 2015).
- * I dati disponibili sulle emissioni di mini-bond in Italia fino al 31 dicembre 2015 mostrano un **mercato che cresce progressivamente**, senza clamore particolare.

Mini-bond

EMITTENTI

Stato attuale e scenari futuri

- * Per il 2016 le aspettative sono quelle di una **crescita in linea con i dati del 2015** e di un'innovazione incrementale nella tipologia degli strumenti e nelle prassi.
- * Le dinamiche del mercato nei prossimi mesi saranno destinate a cambiare grazie anche all'affermarsi dei fondi di **private debt**.
- * Alla data del **31/12/2015** sono stati censiti **12 fondi chiusi di private debt** che avevano già investito **€ 450 milioni** nei mini-bond italiani.

Mini-bond

EMITTENTI

Stato attuale e scenari futuri

Del tutto da scoprire sono ancora le potenzialità riferite agli ambiti delle cartolarizzazioni dei *mini-bond* e dei *project-bond*.

Secondo gli auspici di molti operatori e dei *policymakers*, quello dei “*project bond*” ovvero quello dei titoli obbligazionari potrebbe essere un **interessante mercato** che potrebbe supplire ai **cronici problemi della finanza pubblica** nel finanziare progetti infrastrutturali.

Mini-bond

EMITTENTI'

Stato attuale e scenari futuri

Ad oggi sono state chiuse 5 operazioni di *project bond*, la quinta operazione chiusa a dicembre 2015, si riferisce all'emissione di un *project bond* da parte di Siram SpA, per rifinanziare lo *shareholder loan* per la costruzione della **centrale di cogenerazione a servizio dell'ospedale di Udine**, nell'ambito di una concessione con l'ASL locale.