

GIUGNO 2012

I NUOVI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE: LE CAMBIALI FINANZIARIE ED IL SUPERAMENTO DEI LIMITI DI CUI ALL'ARTICOLO 2412 C.C.

In data 15 giugno 2012, il Consiglio dei Ministri ha approvato il Decreto Legge recante misure urgenti per la crescita del Paese (il "**Decreto**"), in corso di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del **26 giugno 2012**, con entrata in vigore lo stesso giorno. Nel Decreto, si prevede, *inter alia*, all'articolo 32, **(i)** la possibilità per le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, (le "**Società**") di emettere cambiali finanziari ed obbligazioni; e **(ii)** il superamento dei limiti di cui all'articolo 2412 c.c. per le emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che attribuiscono il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni.

1. L'emissione di cambiali finanziarie ed obbligazioni

Ai sensi dell'articolo 32, comma 2, del Decreto, le Società, anche in deroga al disposto dell'articolo 11 del Testo Unico Bancario ("**TUB**"), concernente condizioni e limiti della raccolta del risparmio tra il pubblico, possono emettere cambiali finanziarie¹ ed obbligazioni al ricorrere delle seguenti condizioni:

- (i)** l'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*;
- (ii)** l'ultimo bilancio della Società deve essere assoggettato a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritta nel registro dei revisori legali e delle società di revisione;
- (iii)** i titoli devono essere **(a)** collocati esclusivamente presso investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della Società; e **(b)** destinati alla circolazione esclusivamente tra tali investitori.

Al fine di incentivare il ricorso all'emissione di cambiali finanziarie come strumento di finanziamento e di facilitarne la circolazione, all'articolo 32 del Decreto, si prevede altresì che:

- (i)** ai fini delle disposizioni contenute nello stesso articolo 32, le cambiali finanziarie sono titoli similari alle obbligazioni [tale equiparazione rileva

¹ Per la definizione delle cambiali finanziarie, il Decreto rinvia alla Legge n. 43/94, secondo il cui articolo 1 le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie. All'articolo 32, comma 2, del Decreto si specifica altresì che ai fini delle disposizioni contenuto nello stesso articolo 32, le cambiali finanziarie sono titoli similari alle obbligazioni.

A cura del Dipartimento italiano di Structured Finance

Patrizio Messina
pmessina@orrick.com

Raul Ricozzi
rricozzi@orrick.com

Gianrico Giannesi
ggiannesi@orrick.com

Il presente documento è una nota di studio. Quanto nello stesso riportato non potrà pertanto essere utilizzato o interpretato quale parere legale, né utilizzato a base di operazioni, né preso a riferimento da un qualsiasi soggetto o dai suoi consulenti legali per qualsiasi scopo che non sia un'analisi generale delle questioni in esso affrontate. La riproduzione del presente documento è consentita purché ne venga citato il titolo e la data accanto alla indicazione: Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter – Italy Edition.

soprattutto per il regime fiscale applicabile, descritto di seguito ai nr. (v) e (vi)];

- (ii)** le cambiali finanziarie devono avere una scadenza non inferiore ad un (1) mese e non superiore a diciotto (18) mesi dalla data di emissione²;
- (iii)** il limite massimo all'ammontare di cambiali finanziarie in circolazione deve essere pari al totale dell'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato³;
- (iv)** le cambiali finanziarie possano essere emesse anche in forma dematerializzata. In questo caso, le cambiali finanziarie sono esenti dall'imposta di bollo;
- (v)** la deducibilità degli interessi passivi sui titoli, qualora le cambiali finanziarie (equiparate ai titoli similari alle obbligazioni) e le obbligazioni, a decorrere dall'entrata in vigore del Decreto, siano sottoscritte da investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della Società⁴;

² Con l'articolo 32 del Decreto, si modifica pertanto la scadenza delle cambiali finanziarie che, ai sensi dell'articolo 1, della Legge n. 43/94 non poteva essere inferiore a tre (3) mesi e superiore a dodici (12) mesi dalla data di emissione.

³ Per attivo corrente si intende l'importo delle attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio stesso. Nel caso in cui la Società sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato e sia controllata da una società o un ente a ciò tenuto, può essere considerato l'ammontare rilevabile dall'ultimo bilancio consolidato.

⁴ L'articolo 32 del Decreto prevede espressamente la disapplicazione dell'articolo 3, comma 115, della Legge n. 549/95 se le obbligazioni e i titoli similari (quindi, anche le cambiali finanziarie) sono sottoscritti da investitori qualificati. L'articolo 3, comma 115, consente la deducibilità degli interessi passivi solo a determinate condizioni. In particolare, si prevede che "*gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore: a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati*

(vi) l'applicabilità del regime fiscale di cui all'articolo 1 del Decreto legislativo n. 239/96, come modificato, che prevede la disapplicazione della ritenuta del 20% di cui all'articolo 26, comma 1, del DPR n. 600/73 sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, (a) emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'UE e degli Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari negoziati nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (b) emessi da società diverse dalle prime.

- le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purchè autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio della Repubblica.

2. Il superamento dei limiti di cui all'articolo 2412 c.c.

L'articolo 32, comma 26, del Decreto sostituisce il comma 5 dell'articolo 2412 c.c. con il 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".

L'articolo 2412 c.c. prevede che le società possano emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle risorse disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (comma 1). Tale limite può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, fermo restando che, in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

Il comma 5 dello stesso articolo 2412 c.c., prima della modifica apportata dal Decreto, stabiliva l'inapplicabilità del comma 1 e 2, sopra riportati, alle sole società emittenti obbligazioni con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, con la conseguenza che i suddetti limiti trovavano applicazione per quelle società che, pur emettendo obbligazioni destinate ad essere negoziate nei mercati regolamentati, non sono quotate.

1.1. Il ruolo dello sponsor

Tra le condizioni indicate al comma 2 dell'articolo 32 del Decreto affinché le Società, anche in deroga all'articolo 11 del TUB, possano emettere obbligazioni e cambiali finanziarie, vi è quella secondo cui l'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*.

Lo *sponsor* è tenuto a:

- (a) assistere la Società nella procedura di emissione e di collocamento dei titoli;
- (b) assumere, insieme alla Società, impegni diretti ad assicurare la liquidabilità, almeno a intervalli predefiniti, dei titoli fino alla scadenza;
- (c) mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore (i) al 5% del valore di emissione dei titoli, per emissioni fino a 5 milioni di euro; (ii) al 3% del valore di emissione dei titoli per emissioni comprese tra i 5 ed i 10 milioni di euro (in aggiunta alla quota precedente); (iii) al 2% del valore di emissione dei titoli per emissioni superiori ai 10 milioni di euro (in aggiunta alle quote precedenti);
- (d) procedere ad una valutazione periodica, almeno semestrale, del valore dei titoli;
- (e) procedere ad una classificazione dell'emittente, almeno semestralmente, e comunque ogniqualvolta intervengano elementi straordinari atti a modificare il giudizio, utilizzando cinque categorie di valutazione della qualità creditizia dell'emittente che sono "ottima", "buona", "soddisfacente", "scarsa" e "negativa". Se le operazioni sono garantite, la valutazione deve essere incrociata con i livelli di garanzia "elevata", "normale" e "bassa".

I soggetti che possono svolgere il ruolo di sponsor sono:

- le banche;
- le imprese di investimento;
- le società di gestione del risparmio;
- le società di gestione armonizzate;
- le Sicav;
- gli intermediari iscritti nell'elenco di cui all'articolo 107 TUB;

in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione; b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli similari diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti di cui al periodo precedente, gli interessi passivi eccedenti l'importo, derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili dal reddito di impresa".