

The KPMG logo consists of the letters 'KPMG' in a bold, white, sans-serif font, enclosed within a white square border. The background of the entire page is a photograph of a modern, multi-story office building atrium with glass railings, white walls, and a large wooden staircase. A large blue diagonal shape is overlaid on the left side of the image, containing the text.

**KPMG**

*cutting through complexity*

# Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi

[kpmg.com/it](https://kpmg.com/it)



# Indice

<b>1</b>	<b>Lo scenario di riferimento</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Le opportunità del Decreto Sviluppo 2012</b> Obiettivi e finalità generali Strumenti di debito alternativi a disposizione delle PMI non quotate	<b>6</b>
<b>3</b>	<b>L'informativa finanziaria</b> <b>Paola Maiorana, Partner KPMG, Responsabile Capital Markets</b> Il nuovo segmento ExtraMOT PRO, <i>Il punto di vista della Divisione Fixed Income Markets di Borsa Italiana</i>	<b>16</b>
<b>4</b>	<b>I benefici fiscali</b> <b>Giuseppe Moretti, Partner KStudio Associato, Responsabile M&amp;A Tax</b>	<b>20</b>
<b>5</b>	<b>Le prime emissioni</b> L'esperienza di Guala Closures, <i>Intervista a Marco Giovannini, Presidente e Amministratore Delegato di Guala Closures</i>	<b>24</b>

# Lo scenario di riferimento

Le imprese italiane da sempre soffrono di bassi livelli di patrimonializzazione e, spesso, dipendono dal credito bancario per le fonti di finanziamento. Queste caratteristiche rappresentano un elemento di fragilità e un freno alle potenzialità di sviluppo delle nostre imprese che a volte non sono in grado di finanziare progetti di sviluppo a lungo termine.

La crisi della zona Euro e il conseguente incremento del *cost of funding* delle banche italiane ha determinato una stretta creditizia che sta obbligando le imprese a cercare strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario per gestire l'attività ordinaria e, al contempo, effettuare investimenti finalizzati ad un più generale processo di ammodernamento e recupero di competitività.

Per contro, in questo momento, la liquidità disponibile nel mercato dei capitali è elevata e l'appetito di alcuni investitori, anche internazionali, alla ricerca di nuove opportunità d'investimento ad alto rendimento, potrebbe essere soddisfatto proprio dalle emissioni delle nostre PMI.

Il ricorso ai corporate bond rappresenta, dunque, un'occasione unica per imprimere una spinta all'evoluzione del mercato dei capitali di debito in Italia e per riequilibrare la struttura finanziaria delle nostre imprese.

Partendo da questi presupposti, il Decreto Sviluppo, approvato nel mese di agosto 2012 e successivamente modificato nel dicembre 2012, ha cercato di rispondere alle urgenti necessità di finanziamento delle imprese italiane, modificando e istituendo strumenti di finanziamento alternativi (obbligazioni, cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative).

Integrare l'attuale ordinamento con strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa, rimuovere ostacoli civilistici e fiscali all'accesso del mercato dei capitali per le società italiane non quotate e rafforzare la struttura finanziaria delle imprese sono le principali novità contenute nel Decreto che avvicinano, di fatto, l'Italia alla normativa e alle opportunità finanziarie esistenti presso le economie europee più avanzate.

Il provvedimento normativo intende creare le condizioni e le premesse per un aumento considerevole delle emissioni di obbligazioni *high yield*, anche se rimane l'ostacolo del premio aggiuntivo che gli investitori specializzati richiedono per un emittente italiano.



Potenzialmente, l'emissione di obbligazioni potrebbe anche essere un'opzione scelta dalla società non quotata per ristrutturare il proprio debito, non prima però di aver messo in atto un concreto piano di ristrutturazione che conferisca all'azienda credibilità sui mercati.

Alla vigilia dell'approvazione del Decreto, il Ministero dello Sviluppo Economico stimava un potenziale di emissioni di 10-12 miliardi di Euro, nell'arco di un anno e mezzo, e un bacino di oltre 600 aziende che potrebbero avere i requisiti per avvalersi della nuova normativa.

Da novembre 2012 ai primi mesi del 2013, le emissioni di corporate bond come strumenti alternativi di finanziamento sono state solo quattro e, pertanto, non hanno ancora raggiunto il grande successo atteso a causa delle complessità connesse con la necessità di far partire un mercato da zero (individuazione di investitori interessati, aziende che rispettino i requisiti minimi richiesti dal mercato, processi di *due diligence*, ecc.).

Se gli investitori reagiranno positivamente a queste prime emissioni, il MISE prevede che il mercato si possa progressivamente aprire anche alle aziende di piccole dimensioni.

Data la difficoltà per le imprese di piccole dimensioni di accedere al mercato obbligazionario, anche a seguito delle semplificazioni e dei vantaggi introdotti dal Decreto Sviluppo, da più parti sta emergendo l'idea di proporre aggregazioni aziendali, bond di distretto, obbligazioni territoriali e altre forme di finanziamento (garanzia di associazioni di imprese, confidi, ecc.) che agevolino le emissioni di corporate bond, consentendo alle imprese dello stesso settore o area geografica di associarsi per emettere le obbligazioni. Per il momento si tratta ancora di una proposta in discussione che quando verrà formulata con maggiore convinzione necessiterà anche di una norma *ad hoc* che ne regoli la fattispecie.

Gli analisti prevedono, tuttavia, che il 2013 potrebbe essere l'anno di svolta per le emissioni di obbligazioni da parte delle società italiane di medie dimensioni che saranno in grado di incontrare l'interesse e il favore degli investitori alla ricerca di bond *high yield*.

*Paola Maiorana, Partner KPMG, Responsabile Capital Markets*  
*Giuseppe Moretti, Partner KStudio Associato\*, Responsabile M&A Tax*

\* Studio Associato Consulenza legale e tributaria (KStudio Associato) è un'associazione professionale di diritto italiano ed opera nel campo della consulenza legale e fiscale come corrispondente in Italia di KPMG International.

# Le opportunità del Decreto Sviluppo 2012

## Obiettivi e finalità generali

Il Decreto Legge n.83/2012, più noto come Decreto Sviluppo<sup>1</sup>, con l'obiettivo di apportare misure urgenti per la crescita del Paese, ha introdotto, tra le altre, importanti novità riguardanti gli strumenti finanziari a disposizione delle imprese, soprattutto quelle non quotate, che si trovano in situazioni di difficoltà di accesso al credito e che intendono riequilibrare le proprie fonti di finanziamento, spesso sbilanciate verso il credito bancario.

In particolare, il Decreto Sviluppo:

- semplifica e integra l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa
- rimuove gli ostacoli civilistici e fiscali per l'accesso al mercato dei capitali da parte delle società italiane non quotate mediante l'emissione di obbligazioni, cambiali finanziarie e obbligazioni subordinate e partecipative, senza il limite di due volte il patrimonio netto e introducendo gli stessi benefici legali e fiscali validi per le società quotate
- consente alle imprese di rafforzare la propria struttura finanziaria
- allinea le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle dei più avanzati sistemi industriali e finanziari europei.

Il Decreto vuole, inoltre, fornire impulso all'evoluzione del mercato dei capitali di debito in Italia, ad oggi scarsamente sviluppato per la forte dipendenza delle imprese dal debito bancario.

<sup>1</sup> Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83, recante misure urgenti per la crescita del Paese, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012. Successivamente modificato con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179 (Decreto Sviluppo II) convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012.

## Strumenti di debito alternativi a disposizione delle PMI non quotate

Il Decreto Sviluppo consente alle società non quotate di accedere alle seguenti forme di finanziamento alternativo:

- obbligazioni (titoli di debito a medio-lungo termine)
- cambiali finanziarie (titoli di debito a breve termine)
- obbligazioni subordinate e partecipative (strumenti finanziari a medio termine).

Per le cambiali finanziarie e le obbligazioni il Decreto Sviluppo modifica ed integra strumenti già istituiti in precedenza, consentendo alle società non quotate di beneficiare di vantaggi legali e fiscali analoghi a quelli delle società quotate. Le obbligazioni subordinate e partecipative, invece, sono state introdotte dal Decreto Sviluppo, con lo scopo di finanziare anche le *start-up*, i *turnaround* tecnologici o in logica di *restructuring* e rilancio aziendale.



## Obbligazioni

L'articolo 32 del Decreto Sviluppo, modificando l'art. 2412 del codice civile, introduce la possibilità per le società non quotate di emettere obbligazioni beneficiando dello stesso regime legale e fiscale previsto per le società quotate. Tali vantaggi possono variare in funzione del fatto che gli strumenti obbligazionari siano quotati sui mercati regolamentati e in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) oppure non siano quotati.

Nel dettaglio, il Decreto Sviluppo:

- elimina i limiti legali che impedivano alle società non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto
- allinea il trattamento fiscale per emittenti quotati e non quotati che emettono obbligazioni (deducibilità interessi passivi e spese di emissione ed esenzione della ritenuta d'acconto in presenza di investitori esteri *white list*)
- agevola anche per gli emittenti di minori dimensioni l'accesso ai più importanti mercati internazionali dei capitali a condizioni non discriminatorie rispetto alle società maggiori, allargando quindi i confini geografici entro i quali cercare le fonti di finanziamento.

La nuova norma ha come destinatari le società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro-imprese<sup>2</sup>. Le società non quotate possono ricorrere all'emissione di obbligazioni per finanziare progetti di sviluppo a lungo termine. Gli emittenti ideali sono società orientate alle esportazioni, con un *brand* forte e riconosciuto sui mercati internazionali, che le renda appetibili per gli investitori.

I destinatari di obbligazioni emesse da società non quotate sono gli investitori istituzionali nazionali ed internazionali. Sono invece esclusi gli investitori privati per i quali i livelli di rischio sarebbero non sostenibili.

La nuova norma ha come destinatari le società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro-imprese

<sup>2</sup> La Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE) definisce la micro-impresa come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi i 2 milioni di Euro.



I sottoscrittori di obbligazioni, di prassi, richiedono un *credit rating*, cioè un'opinione emessa da una società indipendente sulle capacità dell'emittente di rimborsare il debito. Le obbligazioni, in funzione di questo giudizio, si dividono in due categorie: *Investment Grade* e *Sub-Investment Grade*.

### Rating e tipologie di obbligazioni

Investitori	Capacità creditizia	Rating S&P	
<b>Investment Grade</b>	<i>Extremely strong</i>	AAA	
	<i>Very strong</i>	AA+	
		AA	
		AA-	
	<i>Strong</i>	A+	
		A	
		A-	
	<b>Sub-Investment Grade</b>	<i>Adequate</i>	BBB+
			BBB
			BBB-
<i>Less vulnerable</i>		BB+	
		BB	
		BB-	
<i>More vulnerable</i>	B+		
	B		
	B-		
<i>Currently vulnerable</i>	CCC+		
	CCC		
	CCC-		

Fonte: Standard & Poor's

Esiste anche una categoria di *rating* intermedia tra *Investment Grade* e *Sub-Investment Grade*, denominata *Crossover*.



Le novità introdotte nel Decreto Sviluppo 2012 riguardano prevalentemente obbligazioni quotate sui mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)

Si distinguono alcune macro categorie di obbligazioni, principalmente in funzione delle caratteristiche dell'emittente (*rating, financials, ecc.*) e della tipologia dell'investimento (quotazione, durata, ecc.).

Le novità introdotte nel Decreto Sviluppo 2012 riguardano prevalentemente obbligazioni quotate sui mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

## Obbligazioni quotate

Le obbligazioni quotate sono una delle principali forme di strumenti finanziari di debito e si distinguono tra *Senior Corporate Bond* emessi sull'Euromercato e *High Yield Bond*, cioè emissioni corporate ad alto rendimento.

I *Senior Corporate Bond* sono obbligazioni societarie (non governative) in cui l'emittente ha un *rating Investment Grade* o *Crossover*.

Il regolamento del prestito di questa tipologia di bond si limita solitamente a una clausola di salvaguardia, cosiddetto *negative pledge* (in base alla quale l'obbligato non può offrire i beni posseduti in garanzia ad alcuno, senza l'autorizzazione dei creditori), e al rimborso in caso di cambio di controllo. La documentazione finanziaria richiesta per emettere questi bond prevede la redazione di un documento d'offerta/quotazione e, dove richiesta, una limitata *due diligence*.

Gli *High Yield Bond* sono obbligazioni societarie caratterizzate da un elevato rendimento, in considerazione del fatto che l'emittente ha un *rating Sub-Investment Grade* e presenta quindi un rischio più elevato. Il regolamento del prestito per questi bond prevede restrizioni sul nuovo indebitamento o sul pagamento dei dividendi o di altri pagamenti, la limitazione alla concessione di garanzie e il rispetto degli *incurrence covenants* (parametri economico-finanziari che devono essere 'testati' esclusivamente al verificarsi di un dato evento o di una determinata situazione). L'emissione di questi bond richiede anche la *due diligence*, oltre alla redazione di un documento d'offerta.

Riassumendo, rispetto ai *Senior Corporate Bond*, gli *High Yield Bond* sono soggetti a regolamenti del prestito più restrittivi e al rispetto di requisiti informativi più stringenti come conseguenza del maggior grado di rischio.



Il Decreto Sviluppo 2012 introduce parzialmente anche sgravi fiscali per gli emittenti non quotati che emettono obbligazioni non quotate.

### Obbligazioni non quotate - Collocamenti riservati

Esiste anche la possibilità di procedere all'emissione di obbligazioni mediante collocamenti riservati e non attraverso un'offerta pubblica. Si tratta di accordi privati, generalmente sottoscritti da un limitato gruppo di investitori professionali. Queste forme di collocamento sono diffuse negli Stati Uniti (US Private Placement), dove i fondi pensione e le assicurazioni stipulano privatamente accordi 'riservati' con le società emittenti. In Europa, il mercato dei collocamenti riservati è ancora in divenire, anche se esiste una 'versione europea' di *private placement* molto diffusa in Germania, denominata *Schuldschein*.

In Europa esiste comunque un grande potenziale per i *private placement*, in quanto diversi investitori istituzionali hanno manifestato un interesse per la creazione di un mercato europeo di questi strumenti.

In Italia non esiste al momento un mercato sviluppato per i collocamenti riservati. E' tuttavia interessante evidenziare le esperienze di aziende italiane come Illycaffè, Luxottica, Piaggio e Barilla che hanno collocato proprie obbligazioni tramite *private placement* con fondi e assicurazioni americane. Questi collocamenti privati di solito attirano gli investitori esteri interessati a società italiane che possono vantare un *brand* riconosciuto.

In Europa e in Italia, dal momento che il mercato dei collocamenti riservati è ancora in fase di sviluppo, le opportunità che si verranno a creare nei prossimi mesi dovranno essere affrontate caso per caso, con un processo esplorativo sul livello di interesse e sul prezzo, che includerà un premio per la mancanza di liquidità.

Nella ricerca di potenziali investitori, potrà essere utile per le società curare l'aspetto informativo e quindi avere bilanci assoggettati a revisione contabile, richiedere il *rating*, ecc.

Nell'esperienza americana e tedesca il regolamento del prestito di questi strumenti prevede restrizioni e impegni analoghi a quelli previsti per gli *High Yield Bond*, unitamente al rispetto dei *maintenance covenants* (parametri economico-finanziari che devono essere 'testati' periodicamente per l'intera durata del finanziamento indipendentemente dal verificarsi o meno di determinati eventi o situazioni). Anche la documentazione finanziaria (*due diligence*, documento d'offerta) è in linea con quella richiesta per gli *High Yield Bond*.

## Cambiali finanziarie

Con la finalità di ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito, il legislatore ha consentito anche alle società non quotate, di media e piccola dimensione, l'emissione di cambiali finanziarie.

Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie e a breve termine (massimo 36 mesi). La struttura delle cambiali finanziarie è quella del 'pagherò cambiario', vale a dire una promessa incondizionata di pagamento da parte dell'emittente. Pertanto, sono equiparate per ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie. Sono titoli emessi in numero predeterminato nell'ambito di un'unitaria operazione di finanziamento e presentano caratteristiche uniformi di taglio e di durata.

Il taglio minimo dell'emissione è pari a 50.000 Euro e la loro scadenza non può essere inferiore ad 1 mese (mentre prima del Decreto la scadenza minima era di 3 mesi) e superiore ai 36 mesi dalla data di emissione (mentre prima del Decreto la scadenza massima era di 12 mesi). La durata delle emissioni è passata, pertanto, da 3 - 12 mesi a 1 - 36 mesi.

Fino ad oggi le cambiali finanziarie sono state uno strumento a cui le imprese hanno fatto scarsamente ricorso a causa dei limiti di carattere civilistico e fiscale della precedente disciplina che il Decreto ha provveduto a rimuovere.

È stata ammessa la possibilità della dematerializzazione delle cambiali finanziarie, tramite una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari. Per ottenere la dematerializzazione, l'emittente deve inviare una richiesta alla società di gestione accentrata contenente la promessa incondizionata di pagare a scadenza le somme dovute ai titolari delle cambiali finanziarie. La richiesta deve contenere una serie di informazioni relative all'emissione (importo totale, numero di cambiali, importo di ciascuna cambiale, importo dei proventi, data di emissione, denominazione, oggetto e sede dell'emittente, ufficio del registro delle imprese al quale l'emittente è iscritto, eventuali garanzie a supporto - relativo importo e garante, ammontare del capitale versato, ecc.).

Nel caso di società non quotate l'emissione deve essere assistita da uno sponsor, ad eccezione delle società diverse dalle PMI<sup>3</sup>, che possono rinunciare alla sua nomina. Il ruolo dello sponsor può essere assunto da banche, imprese di investimento, SGR o SGA e SICAV con succursale in Italia. Lo sponsor aiuta l'emittente, sia nella fase di emissione, sia in quella di collocamento. Lo sponsor sottoscrive, inoltre, una quota dei titoli, che varia in base alle dimensioni dell'emissione e che si impegna a mantenere nel proprio portafoglio fino a scadenza.

3 La Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE) identifica la categoria delle PMI nelle imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di Euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di Euro.

Fino ad oggi le cambiali finanziarie sono state uno strumento a cui le imprese hanno fatto scarsamente ricorso a causa dei limiti di carattere civilistico e fiscale della precedente disciplina



La sottoscrizione di una quota da parte dello sponsor non è necessaria quando è assistita (per almeno il 25% dell'importo dell'emissione) da garanzie prestate da una banca o da un'impresa d'investimento, o da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi, in caso di emissione da parte di una società aderente al consorzio. Lo sponsor ha l'obbligo di segnalare se l'importo delle cambiali finanziarie emesse in circolazione è superiore al totale dell'attivo corrente (vale a dire le attività in bilancio con scadenza entro l'anno dalla data di riferimento del bilancio). È compito sempre dello sponsor classificare l'emittente secondo cinque categorie di qualità creditizia (ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa) da mettere in relazione con i livelli di garanzia (elevata, normale e bassa) per le operazioni garantite. Lo sponsor deve infine pubblicare le descrizioni della classificazione adottata.

L'emissione di cambiali finanziarie da parte delle società non quotate deve, inoltre, rispettare alcune condizioni:

- l'ultimo bilancio dell'emittente deve essere assoggettato a revisione contabile
- il collocamento delle cambiali finanziarie deve essere riservato agli investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente.

Tra i principali vantaggi fiscali introdotti dal Decreto c'è l'eliminazione dell'imposta di registro per le cambiali dematerializzate e la deducibilità degli interessi.

### In sintesi

<b>Durata</b>	da 1 a 36 mesi
<b>Beneficiari</b>	società di capitali, cooperative e mutue assicuratrici non aventi titoli rappresentativi del capitale quotati, escluse le micro-imprese.
<b>Requisiti necessari</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nomina di uno sponsor (non obbligatorio per le società diverse dalle PMI), che sottoscrive e mantiene in portafoglio una quota dell'emissione, che varia in funzione dell'importo dell'emissione</li> <li>- ultimo bilancio assoggettato a revisione contabile (deroga per i primi 18 mesi in caso di garanzia pari al 50% del valore dell'emissione)</li> <li>- collocamento dei titoli esclusivamente tra investitori professionali.</li> </ul>
<b>Deroghe</b>	facoltà di derogare la nomina dello sponsor in caso di emissione assistita da garanzia prestata da una banca o impresa d'investimento o consorzio di garanzia collettiva dei fidi per un ammontare non inferiore al 25% del valore di emissione.
<b>Dematerializzazione</b>	emissione, consentita in forma dematerializzata, previa richiesta alla società di gestione accentrata, per facilitare la circolazione/ scambio dei titoli tra investitori professionali.

## Obbligazioni subordinate partecipative

Il Decreto Sviluppo ha previsto anche una fattispecie di obbligazioni 'ibride', le cosiddette obbligazioni subordinate partecipative, che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione.

La clausola di subordinazione definisce i termini di postergazione del *bond holder* ai diritti degli altri creditori della società, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale.

La clausola di partecipazione regola, invece, la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente. Il tasso di interesse riconosciuto al portatore del titolo (parte fissa del corrispettivo) non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento *pro tempore* vigente. La società emittente titoli partecipativi si obbliga a versare annualmente al finanziatore, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio, una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio, nella percentuale indicata all'atto dell'emissione (parte variabile del corrispettivo). In ogni caso, anche in assenza di utili, resta fermo il diritto al rimborso del capitale.

Qualora l'emissione con clausola partecipativa contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo di non ridurre il capitale sociale, se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento nell'esercizio, totalmente deducibile ai fini delle imposte sui redditi a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile.

I beneficiari della normativa relativa alle obbligazioni subordinate partecipative sono società non emittenti azioni quotate in mercati regolamentati o MTF, diverse dalle banche e dalle cosiddette micro-imprese. Le emissioni non possono essere inferiori a 36 mesi. Si tratta di strumenti finanziari indirizzati prevalentemente a investitori istituzionali, mentre è difficilmente ipotizzabile un'emissione *retail* per la normativa di tutela del pubblico risparmio.

### In sintesi

<b>Durata</b>	uguale o superiore a 36 mesi
<b>Beneficiari</b>	società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o MTF, diverse dalle banche e dalle cosiddette micro-imprese.
<b>Regolamento del prestito</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- subordinazione rispetto agli altri creditori dell'emittente, ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale</li> <li>- remunerazione dei titoli costituita da una parte fissa (interesse), non inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento, e da una parte variabile, commisurata al risultato economico dell'emittente (questa parte può essere anche molto elevata, dal momento che non è soggetta alla legge sull'usura).</li> </ul>
<b>Restrizioni</b>	le regole di remunerazione della parte variabile determinate in sede di emissione non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione, sono determinate da elementi oggettivi e non possono discendere da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza. La variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell'investimento e non il rimborso del capitale.

Si tratta di strumenti finanziari indirizzati prevalentemente a investitori istituzionali, mentre è difficilmente ipotizzabile un'emissione *retail* per la normativa di tutela del pubblico risparmio

Il Decreto Sviluppo evidenzia come le obbligazioni subordinate partecipative permettano 'anche di modulare gli esborsi finanziari in funzione dei risultati d'impresa, favorendo la sostenibilità nelle fasi di rapida crescita o di ristrutturazione, in cui i flussi di cassa possono essere sotto tensione per investimenti e per ricostituzione dei margini operativi'.

In particolare, il ricorso alle obbligazioni subordinate partecipative potrebbe essere giustificato per effettuare *turnaround* tecnologici, acquisizioni da parte di società che abbiano un consolidato *track record* industriale e interessanti prospettive di sviluppo, e per ristrutturare il debito da parte di società che abbiano intrapreso un concreto percorso di ristrutturazione e rilancio aziendale.



# L'informativa finanziaria

Paola Maiorana, *Partner KPMG*, Responsabile Capital Markets

L'accesso a diverse tipologie di mercato (regolamentati o MTF - *Multilateral Trading Facilities*) comporta differenti requisiti, in termini di condizioni e tipo di informazione e documentazione richiesta all'emittente in fase di ammissione e post-ammissione.

I mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana sono il MOT (Mercato Regolamentato) e l'ExtraMOT (Sistema Multilaterale di Negoziazione).

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha creato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito o *project bond*, riservato esclusivamente a investitori professionali.

Questo nuovo segmento consente anche alle PMI italiane di quotare obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond*.

Il nuovo segmento è nato per offrire alle nostre imprese un mercato nazionale che consenta di cogliere le opportunità e i benefici fiscali derivanti dal nuovo quadro normativo previsto dal Decreto Sviluppo (Decreto Legge n. 83/2012).

La nascita di ExtraMOT PRO allinea l'offerta di Borsa Italiana a quella di altre borse europee, come Luxembourg Stock Exchange e Irish Stock Exchange, consentendo alle imprese italiane di quotare i propri strumenti finanziari di debito su un mercato nazionale. Il documento di ammissione può essere redatto in italiano o in inglese, in base alle necessità.

Successivamente alla quotazione sull'ExtraMOT PRO è anche richiesta la pubblicazione di giudizi di *rating*, se pubblici, l'informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti, quali date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento.

Rispetto al Mercato Regolamentato, il Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) ha requisiti normativi e informativi meno stringenti, come si può vedere nelle tabelle che seguono.





### I mercati di riferimento in Italia

	<b>Mercato Regolamentato</b>	<b>Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF)</b>
<b>Mercato italiano</b>	MOT	ExtraMOT e segmento ExtraMOT PRO
<b>Disposizioni applicabili</b>	TUF Regolamento 809/2004 Regolamento Emittenti Consob	Regolamenti del gestore del mercato

### Mercato Regolamentato: requisiti informativi in fase di ammissione

<b>Documento d'offerta</b>	Prospetto informativo
<b>Riferimenti normativi e regolamentari</b>	Regolamento 809/2004 modificato da Regolamento delegato 486/2012 Regolamento Emittenti Consob TUF Regolamento MOT - Borsa Italiana
<b>Informazioni finanziarie</b>	2 bilanci redatti secondo IFRS assoggettati a revisione contabile PMI <sup>1</sup> : 1 bilancio redatto secondo IFRS assoggettato a revisione contabile

<sup>1</sup> La Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE) identifica la categoria delle PMI nelle imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di Euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di Euro.

### MTF - ExtraMOT PRO: requisiti informativi in fase di ammissione

<b>Documento d'offerta</b>	Documento d'ammissione
<b>Riferimenti normativi e regolamentari</b>	Regolamento del mercato Regolamento ExtraMOT PRO - Segmento professionale Borsa Italiana
<b>Informazioni finanziarie</b>	2 bilanci redatti secondo principi contabili italiani o IFRS di cui l'ultimo assoggettato a revisione contabile
<b>Requisiti dimensionali minimi</b>	Nessun limite normativo, ma dipende dall'interesse del mercato

### Requisiti informativi post-ammissione

<b>Mercato Regolamentato</b>	Relazione finanziaria annuale IFRS assoggettata a revisione contabile Relazione finanziaria semestrale redatta secondo IFRS assoggettata a revisione contabile limitata
<b>MTF - ExtraMOT PRO</b>	Bilancio annuale redatto secondo principi contabili italiani o IFRS assoggettato a revisione contabile



## Il nuovo segmento ExtraMOT PRO

*Il punto di vista della Divisione Fixed Income Markets di Borsa Italiana*

L'introduzione del segmento ExtraMOT PRO, dedicato agli investitori professionali, all'interno del mercato obbligazionario ExtraMOT di Borsa Italiana, intende promuovere il ricorso al mercato dei capitali da parte delle nostre imprese e allinea l'offerta italiana a quella delle *best practice* europee. Delle attese e delle prospettive di questo nuovo segmento, nonché dei vantaggi per le società emittenti, ne abbiamo parlato direttamente con la Divisione Fixed Income Markets di Borsa Italiana.



### **Quante emissioni vi attendete nel corso del 2013?**

E' difficile ipotizzarlo tenuto conto che la norma definitiva risale a dicembre 2012. Considerando i contatti in corso, comunque, riteniamo che 50 emissioni per il primo anno possano rappresentare un *target* raggiungibile.



### **Quali sono i principali vantaggi che ExtraMOT PRO può offrire alle società emittenti?**

A nostro avviso, oltre ai benefici fiscali derivanti dal Decreto Sviluppo, i vantaggi, seppur meno immediati, ma sicuramente di maggior valore, sono la visibilità e la possibilità di accedere all'ampia rete di potenziali futuri investitori domestici e internazionali. Quotando l'obbligazione o la cambiale finanziaria su un mercato gestito da un *brand* internazionale come quello di Borsa Italiana, appartenente al London Stock Exchange Group, l'azienda crea una relazione continuativa con il mercato e capitalizza l'impegno iniziale di ricerca degli investitori. La quotazione, quindi, agevolerà l'emittente per ogni successivo ricorso al mercato dei capitali, che probabilmente diventerà sempre più frequente e necessario per la crescente difficoltà nell'accesso al credito bancario.



### **Quali sono i principali vantaggi che ExtraMOT PRO offre rispetto alle piattaforme europee presenti in Lussemburgo e in Irlanda?**

Pensiamo di essere riusciti a costruire un'offerta comparabile ai mercati lussemburghesi e irlandesi con riferimento ai requisiti informativi e di quotazione iniziale, alla quale si aggiunge la nostra ampia rete di intermediari connessi alla piattaforma di negoziazione. Il servizio di quotazione viene offerto, fino al 31 dicembre 2013, a costi ampiamente competitivi, ovvero pari a 500 Euro per ogni strumento finanziario, senza corrispettivi aggiuntivi annuali. Non prevediamo, inoltre, l'obbligo di figure intermedie tra l'emittente e la Borsa, come *listing sponsor* o *listing agent*, contemplati, invece, dai nostri *competitor*. Infine, ExtraMOT è un mercato gestito da professionisti italiani e questo rende più semplice ed economica la comunicazione tra la Borsa e le società, con particolare riguardo alle PMI.

# I benefici fiscali

Giuseppe Moretti, *Partner KStudio Associato*<sup>1</sup>, Responsabile M&A Tax

Il Decreto Sviluppo 2012 ha introdotto una serie di benefici fiscali per i titoli emessi da società non quotate che rappresentano una leva determinante per il ricorso a questo tipo di finanziamenti da parte delle imprese.

I vantaggi fiscali recentemente introdotti sono sintetizzati come segue:

- piena deducibilità degli interessi passivi
- esenzione della ritenuta sugli interessi pagati
- immediata deducibilità dei costi inerenti l'emissione.

I benefici fiscali variano, tuttavia, in funzione del fatto che i titoli o gli strumenti finanziari siano quotati o non quotati.

## Deducibilità degli interessi passivi

### Titoli quotati

Gli interessi passivi sono pienamente deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo a condizione che i titoli siano quotati in mercati regolamentati (come ad esempio il MOT di Borsa Italiana e il Luxembourg Stock Exchange) o presso sistemi multilaterali di negoziazione (come ad esempio ExtraMOT ed EURO MTF) dei paesi UE (ad esempio Lussemburgo, Irlanda, ecc.) oppure in mercati regolamentati o presso sistemi multilaterali di negoziazione di paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) *white list*.

### Titoli non quotati

Se i titoli non sono quotati gli interessi passivi sono pienamente deducibili ai fini IRES, nei limiti del 30% del Risultato Operativo Lordo a condizione che i sottoscrittori siano degli investitori qualificati ai sensi del Testo Unico Finanziario (TUF), vale a dire banche, assicurazioni, fondi pensione, ecc., e che non arrivino a detenere, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente i titoli. Inoltre, l'altra condizione necessaria per godere di questi vantaggi fiscali è che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in paesi *white list*.

Gli attuali vantaggi sono notevoli considerando che in passato gli interessi sui bond, emessi da società non quotate, erano deducibili nella misura pari al doppio del tasso ufficiale di riferimento (oggi l'Euribor) per i titoli quotati e nella misura del tasso unico di riferimento aumentato dei 2/3 per i titoli non quotati, ai sensi della Legge 549/95 articolo 3, comma 115.

<sup>1</sup> Studio Associato Consulenza legale e tributaria (KStudio Associato) è un'associazione professionale di diritto italiano ed opera nel campo della consulenza legale e fiscale come corrispondente in Italia di KPMG International.





## Esenzione delle ritenute sugli interessi pagati

### Titoli quotati

L'esenzione della ritenuta d'acconto sugli interessi pagati (*withholding tax*) è un beneficio che al momento riguarda solo i titoli quotati. Da questo punto di vista i titoli quotati emessi da società non quotate, sono stati oggi pienamente equiparati alle obbligazioni emesse da soggetti con azioni quotate sui mercati regolamentati. In particolare, dal 26 giugno 2012, anche sugli interessi delle obbligazioni si applicano le disposizioni dell'articolo 1 del Decreto Legislativo n. 239/96, che prevedono (i) per i soggetti 'nettisti' residenti in Italia l'imposta sostitutiva del 20%; (ii) per i soggetti 'lordisti' residenti in Italia l'inclusione nel reddito d'impresa senza ritenuta.

Per i sottoscrittori non residenti in Italia, invece, gli interessi sui titoli/obbligazioni saranno esenti da imposizioni purchè i soggetti che percepiscono gli interessi siano residenti in stati esteri o territori *white list*, depositino i titoli presso un intermediario finanziario residente in Italia oppure presso una *branch* italiana di un intermediario non residente (che faccia da eventuale sostituto d'imposta) e forniscano i dati dell'effettivo beneficiario e autocertifichino di possedere i requisiti per l'esenzione.

### Titoli non quotati

Gli interessi pagati su titoli non quotati emessi da società non quotate, dunque, continuano ad essere soggetti alle ritenute di cui all'articolo 26 del DPR n. 600/73 e, pertanto, sulla base dello *status* del soggetto che li percepisce occorre valutare caso per caso l'applicazione della ritenuta domestica del 20% o quella ridotta sulla base dei trattati.

Si ricorda che gli interessi sulle obbligazioni emesse dalle società non quotate erano soggetti ad una ritenuta del 12,5%/27% mentre dal 1° gennaio 2012 sono soggetti a una ritenuta unica del 20%.

## Immediata deducibilità dei costi di emissione

Per costi di emissione si intendono tutte le spese relative alla strutturazione e all'emissione delle obbligazioni. Rientrano tra queste, ad esempio, le commissioni per la banca o il *pool* di banche che si occupano dell'*arrangement* dell'operazione (*banking fees*), le commissioni per le società che emettono l'opinione indipendente sul valore e sulla capacità creditizia dell'emittente (*rating fees*), le commissioni di collocamento (*brokerage fees*), i compensi per le prestazioni professionali e altre spese legate all'emissione.

Come per le obbligazioni emesse da società quotate (articolo 1 del Decreto Legislativo 239/96, primo comma), anche per i titoli quotati emessi da soggetti non quotati, queste spese di emissione sono deducibili immediatamente, cioè nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Ad oggi, stando alla norma, permane ancora l'ambiguità sul fatto che tale agevolazione possa applicarsi anche ai titoli non quotati.

## Altri aspetti: le imposte indirette

I titoli, non essendo finanziamenti dal punto di vista legale, non sono soggetti all'imposta sostitutiva dello 0,25% (articolo 17 del DPR n. 601/73). Dunque, le garanzie che l'emittente ed, eventualmente, le proprie controllate/controlanti saranno chiamate ad emettere a favore dei sottoscrittori, saranno soggette alle normali imposte di registro, ipotecarie e catastali, di volta in volta applicabili ai sensi del DPR 131/86.

Pertanto sarà necessario prestare particolare attenzione alla natura delle garanzie emesse e alle forme con cui vengono costituite.





# Le prime emissioni

Dall'approvazione del Decreto Sviluppo fino a marzo 2013 le emissioni di obbligazioni da parte di società italiane sono state quattro. Gli emittenti sono tutte società con *rating Sub-Investment Grade*.

L'obiettivo delle operazioni nella gran parte dei casi è stato il rifinanziamento delle linee di credito in essere.

Si tratta di operazioni i cui tempi medi di strutturazione si aggirano intorno alle 10-12 settimane.

Gran parte del processo di emissione è guidato dalla banca principale e dagli avvocati con il supporto e il coinvolgimento della società emittente. Altre parti coinvolte nel processo sono i revisori della società, le agenzie di *rating* e i mercati regolamentati, se si intende quotare le obbligazioni.

La leva finanziaria di queste emissioni si aggira, in media, intorno a tre volte il patrimonio netto.

La disponibilità di un *business model* solido, con flussi di cassa positivi per una buona copertura del debito, potrebbe contribuire ad agevolare le emissioni.

Tendenzialmente le società emittenti appartengono al settore industriale e dei servizi. Sono escluse le società appartenenti al settore finanziario e assicurativo e le micro-imprese.





## Guala Closures

È stata la prima società a sfruttare le agevolazioni previste dal Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico. Il produttore di chiusure in alluminio e componenti in plastica agli inizi di novembre 2012 ha emesso presso il Luxembourg Euro MTF un bond a 7 anni da 275 milioni di Euro con cedola variabile pari all'Euribor a 3 mesi + 5,375%.

## Rottapharm Madaus

Rottapharm Madaus, gruppo farmaceutico italo-tedesco fondato a Monza nel 1961 e poi integrato nel 2007 con la tedesca Madaus Pharma, a novembre 2012, tramite la controllata britannica Rottapharm Ltd, ha emesso un bond da 400 milioni di Euro della durata di 7 anni, con cedola pari al 6,125%.

## Zobebe

Il gruppo chimico Zobebe a fine gennaio 2013 ha collocato un'emissione obbligazionaria di 180 milioni di Euro a 5 anni quotata sul mercato del Lussemburgo con cedola fissa pari a 7,875%.

## Cerved Group

Anche Cerved Technologies, società controllata da Cerved Group, ha emesso nel mese di gennaio 2013 un bond, quotato al General Exchange Market (GEM) irlandese e, in *dual listing*, all'ExtraMOT PRO, di 780 milioni di Euro in 3 *tranche*, due a tasso fisso e una a tasso variabile. La prima, da 300 milioni di Euro e con durata 7 anni, paga una cedola fissa del 6,375%. La seconda, da 230 milioni di Euro e durata 8 anni, offre una cedola fissa dell'8%. La terza, da 250 milioni di Euro e durata 6 anni, paga cedole variabili (Euribor a 3 mesi + 5,37%).

*Fonte: prospetti informativi e rassegna stampa*



## L'esperienza di Guala Closures

*Intervista a Marco Giovannini, Presidente e Amministratore Delegato di Guala Closures*

Il Decreto Sviluppo 2012, per rispondere alle necessità di finanziamento delle imprese italiane, ha esteso anche alle società non quotate i benefici fiscali e legali riguardanti l'emissione di strumenti di finanziamento alternativi già previsti per le società quotate. Marco Giovannini, Presidente e Amministratore Delegato di Guala Closures, prima società italiana ad emettere un bond a 7 anni da 275 milioni di Euro sfruttando le agevolazioni previste dalla nuova normativa, ci ha illustrato le finalità perseguite dal Gruppo, le opportunità offerte dal nuovo Decreto Sviluppo e le criticità del processo di emissione.



*Con quali finalità avete emesso il vostro bond?*

Per avere maggiore flessibilità finanziaria, per sviluppare la crescita futura del Gruppo ed estendere la scadenza del debito esistente.



*Perché avete scelto questa tipologia di strumento di debito rispetto ad altre possibilità di finanziamento?*

Perché conoscevamo questo tipo di mercato, in quanto la controllante di Guala Closures aveva già emesso un bond nel 2011. Inoltre, questa tipologia di strumento di debito rappresenta una valida alternativa rispetto al tradizionale indebitamento bancario, resa accessibile anche alle società italiane non quotate grazie al recente Decreto Sviluppo. In aggiunta, abbiamo colto l'opportunità offerta da un mercato dei bond favorevole.



*Quali sono stati i vantaggi di questa operazione?*

Attraverso questa operazione è stato possibile prolungare la vita residua del nostro indebitamento, ottenere una maggiore flessibilità finanziaria e rivolgersi ad un mercato di riferimento più ampio rispetto al mercato bancario. Indirettamente, questo ci ha consentito di far conoscere il nostro business di lotta alla contraffazione ad un panorama più ampio di investitori internazionali, con conseguente maggiore visibilità per tutte le filiali del nostro Gruppo.



*Quali sono state le principali difficoltà incontrate nel processo di emissione?*

Abbiamo avuto poche difficoltà nel processo di emissione in quanto abbiamo un bilancio annuale e bilanci intermedi già redatti secondo gli IFRS. Inoltre, avendo già emesso precedentemente un bond conoscevamo le modalità del processo di emissione e ci siamo preparati in anticipo per gran parte del lavoro.



*Qual è stata la fase più complessa del processo di emissione?*

Come sempre, il rispetto di tempi ristretti ed il coordinamento di diversi interlocutori, quali banche, legali, revisori, consulenti, ecc.



## Contatti

### **Paola Maiorana**

*Partner*, Responsabile Capital Markets

**pmaiorana@kpmg.it**

+39 02 6763 2206

### **Giuseppe Moretti**

*Partner*, Responsabile M&A Tax

**giuseppemoretti@kstudioassociato.it**

+39 02 6764 4731

### **Giuseppe Latorre**

*Partner*, Responsabile Corporate Finance

**glatorre@kpmg.it**

+39 02 6764 3918

**[kpmg.com/it](http://kpmg.com/it)**

Le informazioni contenute in questo volume sono di carattere generale e tratte da fonti pubblicamente disponibili. KPMG non attesta né garantisce in nessun modo l'accuratezza, la completezza, l'aggiornamento e la correttezza delle informazioni riportate. Questo volume non rappresenta un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto di alcun servizio o strumento finanziario. Non vuole fornire alcun suggerimento o raccomandazione operativa in termini di investimento. KPMG non si assume alcuna responsabilità per la perdita o i danni che potrebbero derivare dall'uso improprio delle informazioni contenute in questo volume.

© 2013 KPMG S.p.A., KPMG Advisory S.p.A., società per azioni di diritto italiano, e Studio Associato Consulenza legale e tributaria, un'associazione professionale di diritto italiano, fanno parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi e segni distintivi di KPMG International.

Stampato in Italia: marzo 2013