

Dipartimento Corporate

24 febbraio, 2014 | Numero 1654

Nuove misure per favorire la raccolta di finanziamenti tramite emissioni obbligazionarie – Conversione in legge del Decreto Destinazione Italia

La contrazione dei finanziamenti alle imprese italiane da parte delle banche ha posto da tempo l'esigenza di attrarre risorse, anche internazionali, sul mercato dei capitali. La liberalizzazione delle emissioni obbligazionarie da parte di società non quotate, anche piccole e medie, già prevista dal Decreto Sviluppo¹ ha consentito di convogliare l'investimento di investitori istituzionali verso il tessuto produttivo italiano.

Con il decreto legge "Destinazione Italia", convertito in legge lo scorso 19 febbraio, il Governo italiano ha adottato nuove ulteriori misure, volte ad estendere al maggior numero possibile di PMI la possibilità di rivolgersi al mercato dei capitali tramite emissioni obbligazionarie, prevedendo:

- l'estensione dei casi di esenzione dalla ritenuta sugli interessi ai fondi che investono in obbligazioni *corporate*
- l'applicazione del privilegio speciale anche a garanzia delle obbligazioni
- l'estensione del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva alle garanzie accessorie alle obbligazioni
- la possibilità per le banche di emettere obbligazioni garantite da attività finanziarie
- l'agevolazione per l'investimento in obbligazioni da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione
- l'estensione e la semplificazione della disciplina delle cartolarizzazioni alle operazioni aventi ad oggetto obbligazioni corporate

Il presente *client alert* descrive le principali misure introdotte dal Decreto Destinazione Italia.

Il decreto legge "Destinazione Italia"

Il decreto legge n. 145 del 23 dicembre 2013 (il "**Decreto Destinazione Italia**")² contiene un pacchetto di misure per il rilancio dell'economia italiana e introduce nuove norme finalizzate a favorire l'accesso al credito e attrarre investitori.

In particolare, il Decreto Destinazione Italia, sulla scorta della positiva esperienza di apertura del mercato italiano delle obbligazioni *corporate* operata dal Decreto Sviluppo, persegue l'obiettivo di rimuovere alcuni ostacoli, evidenziati dagli operatori di mercato, all'accesso da parte delle imprese italiane a fonti di finanziamento alternative al sistema bancario³.

Il Decreto Destinazione Italia è stato convertito in legge in data 19 febbraio 2014 a seguito dell'approvazione finale da parte del Senato della Repubblica del testo del disegno di legge⁴

precedentemente approvato, con modifiche, dalla Camera dei Deputati lo scorso 11 febbraio. La legge di conversione è in attesa di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale ed entrerà in vigore il giorno successivo a tale pubblicazione.

Estensione dei casi di esenzione dalla ritenuta sugli interessi ai fondi che investono in obbligazioni *corporate*

La prima novità di rilievo introdotta dal Decreto Destinazione Italia è rappresentata dalla previsione secondo cui la ritenuta del 20% applicabile agli interessi e altri proventi corrisposti in relazione a obbligazioni e titoli simili e le cambiali finanziarie emesse da società italiane non quotate ai sensi dell'art. 32 del Decreto Sviluppo non trova applicazione qualora gli interessi e i proventi siano corrisposti a organismi di investimento collettivo (e quindi tipicamente fondi comuni di investimento chiusi e aperti) a condizione che (i) le quote del fondo siano detenute esclusivamente da investitori qualificati come definiti dall'art. 100 del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58; e (ii) il patrimonio del fondo sia prevalentemente investito in obbligazioni, titoli simili o cambiali finanziarie. Si tratta di una misura rilevante che consente di espandere in Italia il mercato dei *private placement*, consolidato soprattutto sui mercati statunitensi, caratterizzati dal collocamento di obbligazioni *corporate* presso singoli investitori istituzionali (tipicamente fondi di investimento, *credit funds*) con accordi bilaterali senza necessità di quotare i titoli su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, il cui requisito non è infatti imposto dalle nuove norme.

Applicazione del privilegio speciale anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie *corporate*

Il Decreto Destinazione Italia estende il novero delle garanzie reali che possono essere assistere i prestiti obbligazionari *corporate*, consentendo l'utilizzo del privilegio speciale previsto dall'art. 46 del d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, finora previsto solo quale garanzia accessoria a finanziamenti di natura bancaria. Il privilegio speciale diviene ora applicabile alle operazioni di emissioni di obbligazioni o titoli simili emessi da società per azioni ai sensi degli articoli 2410 e ss. del codice civile o da società a responsabilità limitata ai sensi dell'articolo 2483 del codice civile, a condizione che le obbligazioni o i titoli (i) abbiano una scadenza a medio-lungo termine⁵, (ii) siano sottoscritte esclusivamente da investitori qualificati come definiti dall'art. 100 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e (iii) siano riservate alla circolazione soltanto presso tale tipologia di investitori.

Tale tipologia di garanzia può avere ad oggetto i beni aziendali quali, in via esemplificativa, impianti, macchinari, materie prime, scorte e crediti, attuali e futuri, oltre ai beni acquistati utilizzando il finanziamento raccolto attraverso l'emissione obbligazionaria. I requisiti previsti dal Decreto Destinazione Italia consentiranno di beneficiare del privilegio speciale soprattutto alle emissioni *corporate* collocate su base bilaterale con un *private placement* presso investitori qualificati che mantengono i titoli in portafoglio, mentre appare più difficile l'utilizzo a garanzia di emissioni di obbligazioni *high yield* la cui circolazione non è in principio esclusa presso investitori diversi da quelli qualificati.

Estensione del regime fiscale agevolato dell'imposta sostitutiva alle garanzie accessorie prestate in relazione a emissioni obbligazionarie

Il Decreto Destinazione Italia estende alle garanzie accessorie che assistono le operazioni di finanziamento strutturate come emissioni di obbligazioni o titoli simili il regime agevolato dell'imposta sostitutiva dello 0.25% dell'importo delle obbligazioni collocate, parificando, ai fini del trattamento fiscale, le emissioni di obbligazioni e la costituzione delle garanzie accessorie ai finanziamenti bancari e superando così il regime fiscale ordinario precedentemente vigente, che comportava l'applicazione alle

garanzie accessorie alle emissioni obbligazionarie dell'imposta di registro, dell'imposta di bollo, dell'imposta ipotecaria e/o imposta catastale.

Il regime dell'imposta sostitutiva trova applicazione alle garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni obbligazionarie e alle loro eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione alle stesse, nonché ai trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni, nonché alla modificazione o estinzione di tali operazioni.

Altra novità è la più generale modifica del regime di applicazione dell'imposta sostitutiva che è ora opzionale. L'opzione deve essere esercitata nella delibera di emissione delle obbligazioni.

L'imposta sostitutiva è dovuta dagli intermediari finanziari incaricati, ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, delle attività di promozione e collocamento delle obbligazioni, con i quali risponde in solido la società emittente per il pagamento dell'imposta. Qualora la promozione e il collocamento dell'emissione obbligazionaria non siano curati da intermediari finanziari abilitati, l'imposta è dovuta direttamente dalla società emittente.

Agevolazione per l'investimento in obbligazioni da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione

Le nuove norme modificano la disciplina della copertura delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione e dei limiti all'investimento per i fondi pensione, prevedendo che le obbligazioni e i titoli simili, le quote di fondi di investimento che investono prevalentemente in tali strumenti, i titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili, costituiscono - anche qualora non destinati ad essere negoziati in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione e anche se privi di valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi - attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione e sono compatibili con i limiti di investimento dei fondi pensione.

Entro 30 giorni dalla data di entrata in vigore del Decreto Destinazione Italia, l'IVASS (l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) avrebbe dovuto adottare un regolamento per disciplinare le norme di dettaglio per la copertura delle riserve tecniche tramite gli attivi introdotti dal Decreto. A tal fine, con comunicazione in data 23 gennaio 2014 (la "**Comunicazione IVASS**"), l'IVASS ha anticipato note le modifiche che intende apportare entro il primo trimestre 2014 al proprio regolamento 36/2011 in tema di investimenti e attivi a copertura delle riserve tecniche.

In particolare, la Comunicazione IVASS prevede che nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle compagnie assicurative, si intende inserire:

- una nuova classe di investimenti (A1.2d) che include le obbligazioni e i titoli simili emessi da società non quotate, ad eccezione di banche e micro-imprese, ivi inclusi obbligazioni con clausole di subordinazione e di partecipazione, di cui ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, convertito, con modificazioni, dalla L. 134/2012, come modificato dal Decreto Destinazione Italia. L'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire. In linea con quanto previsto dal Decreto Destinazione Italia, gli strumenti di debito sono ammissibili a copertura delle riserve tecniche anche se non negoziati in un mercato regolamentato e per tali titoli non saranno previsti ulteriori requisiti legati alla anzianità di costituzione dell'impresa, alla certificazione del bilancio, né alla durata residua dell'obbligazione, come attualmente previsti dal Regolamento 36/2011 per altre tipologie di obbligazioni.

- una nuova classe di investimenti (A1.9) che include la nuova tipologia di operazioni di cartolarizzazione di obbligazioni prevista dalla L. 130/1999 come riformata dal Decreto Destinazione Italia. In particolare, la Comunicazione IVASS precisa che (i) l'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire; in linea con quanto disposto dal Decreto Destinazione Italia, tali nuove cartolarizzazioni sono esenti dai requisiti di *rating* previsti per gli investimenti in cartolarizzazioni dal Regolamento 26/2011, restando invece in vigore i requisiti legati alla priorità di emissione ed al rimborso a scadenza del capitale previsti per altre tipologie di cartolarizzazioni dal Regolamento 36/2011; e (ii) tale nuova classe di attivi include anche operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili di cui alla nuova classe A1.2d sopra descritta, nel rispetto delle condizioni previste dalla L. 130/1999 come riformata dal Decreto Destinazione Italia.

Infine, nel caso di investimenti in azioni o quote di OICR aperti non armonizzati, in azioni o quote di fondi mobiliari chiusi non negoziate in un mercato regolamentato e in fondi riservati e speculativi fondi comuni di investimento, si intende introdurre la possibilità di elevare il limite dell'1%, attualmente previsto come soglia di concentrazione in un unico fondo, al 3% nel caso di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni e cartolarizzazioni disciplinati dal Decreto Destinazione Italia di cui alle nuove classi di attivi A1.2d e A1.9 sopra illustrate.

Possibilità per le banche di emettere obbligazioni garantite da attività finanziarie

Il Decreto Destinazione Italia consente ora l'emissione di obbligazioni bancarie, diverse dai *covered bonds*, garantite, *tra l'altro*, mediante (i) obbligazioni emesse da società non quotate, (ii) strumenti finanziari emessi da veicoli di cartolarizzazione aventi obbligazioni corporate quali attivi sottostanti, e (iii) crediti nei confronti di piccole e medie imprese.

Estensione della disciplina sulle cartolarizzazioni alle operazioni aventi ad oggetto obbligazioni corporate e semplificazione degli adempimenti

Il Decreto Destinazione Italia estende, fatte salve talune eccezioni, l'applicabilità della legge 30 aprile 1999 n. 130 sulle cartolarizzazioni alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione e l'acquisto di obbligazioni e titoli simili, esclusi titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte delle società per la cartolarizzazione dei crediti.

Vengono inoltre introdotte inoltre alcune previsioni volte ad eliminare alcuni onerosi adempimenti e requisiti applicabili nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione in Italia, con l'obiettivo anche di ridurre i relativi costi.

Tra le numerose modifiche si segnalano, in particolare, le seguenti.

Viene precisato che, nel caso di cartolarizzazione, l'investitore può anche essere unico, purché si tratti di investitore qualificato come definito dall'art. 100 del d.lgs 24 febbraio 1998, n. 58, senza rischio di riqualificazione della natura dell'operazione.

Si specifica che le somme rivenienti dalla cartolarizzazione sono sottratte alla disponibilità della massa dei creditori dei *servicer* e *subservicer*, in ipotesi di insolvenza, colmando così una lacuna della disciplina previgente che, pur prevedendo il requisito della segregazione degli attivi cartolarizzati rispetto al fallimento della società di cartolarizzazione non estendeva tale segregazione all'eventuale fallimento del soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento (cd. *servicer* e *subservicer*) e della banca sulla quale la società di cartolarizzazione mantiene i propri depositi.

Il Decreto Destinazione Italia prevede la possibilità di applicare alle cessioni di crediti d'impresa effettuate nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione le formalità per l'opponibilità già previste dalla legge sul factoring⁶, eliminando, per tale categoria di crediti, la necessità che la cessione avvenga in blocco. Tale restrizione, infatti limitava notevolmente la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione caratterizzate dalla necessità di effettuare numerose cessioni a breve distanza l'una dall'altra.

Pertanto le formalità previste per la cessione di crediti ai sensi della legge sul *factoring*, sono state modificate in modo da conferire data certa ai pagamenti e rendere le cessioni efficaci nei confronti di terzi, attraverso la sola annotazione del corrispettivo della cessione nel conto del cedente.

La cessione di crediti nei confronti di pubbliche amministrazioni è equiparata alla cessione di crediti tra soggetti privati, con conseguente disapplicazione delle onerose formalità previste dalla legge sulla contabilità di Stato del 1923.

Infine, i pagamenti che scadono nel giorno del fallimento o posteriormente, non sono più considerati inefficaci⁷ qualora effettuati nei due anni anteriori al fallimento, laddove siano relativi a titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

Per qualsiasi chiarimento relativamente al presente *Client Alert*, rivolgetevi ad uno dei professionisti indicati qui di seguito:

[Antonio Coletti](#)

antonio.coletti@lw.com
+39.02.3046.2061
Milan

[Jeff Lawlis](#)

jeff.lawlis@lw.com
+39.02.3046.2039
Milan

[Ryan Benedict](#)

ryan.benedict@lw.com
+39.02.3046.2035
Milan

[Isabella Porchia](#)

isabella.porchia@lw.com
+39.02.3046.2078
Milan

[Roberto Reyes Gaskin](#)

roberto.reyesgaskin@lw.com
+39.02.3046.2000
Milan

Il presente *Client Alert* ha l'obiettivo di fornire informazioni di carattere generale rispetto all'argomento trattato e non deve essere inteso come un parere legale né come una disamina esaustiva di ogni aspetto relativo alla materia oggetto del documento. Si rammenta che per l'applicazione a casi specifici di quanto illustrato nel *Client Alert* sarà necessario richiedere una consulenza specifica che consideri tutte le circostanze del caso concreto. Per qualsiasi richiesta di chiarimenti riguardo all'argomento trattato, siete pregati di contattare il professionista dello studio cui abitualmente vi rivolgete. Un elenco completo dei

nostri *Client Alerts* è disponibile all'indirizzo internet www.lw.com. Se desiderate aggiornare i vostri dati o personalizzare le informazioni che ricevete da Latham & Watkins, visitate <http://events.lw.com/reaction/subscriptionpage.html>.

Endnotes

- ¹ Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 , convertito con modificazioni, dalla L. 7 agosto 2012, n. 134.
- ² Il Decreto è stato pubblicato nella GU Serie Generale n. 300 del 23 dicembre 2013 ed è in vigore dal 24 dicembre 2013.
- ³ Le misure sono disciplinate nell'articolo 12 (Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa) del Decreto Destinazione Italia.
- ⁴ Disegno di legge: "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, recante interventi urgenti di avvio del piano «Destinazione Italia», per il contenimento delle tariffe elettriche e del gas, per la riduzione dei premi RC-auto, per l'internazionalizzazione, lo sviluppo e la digitalizzazione delle imprese, nonché misure per la realizzazione di opere pubbliche ed EXPO 2015" (C. 1920, S. 1299).
- ⁵ Vale a dire con scadenza oltre i diciotto mesi.
- ⁶ Legge n. 52/1991.