

Il finanziamento diretto delle PMI: un ultimo inconveniente da rimuovere

Introduzione

Molto è stato fatto per favorire il finanziamento diretto delle imprese industriali e commerciali per renderle sempre più indipendenti dal canale bancario in modo tale che possano divenire più resilienti e di conseguenza capaci di affrontare le crisi future.

Con il recente affinamento della normativa PIR (piani di investimento a lungo termine), l'investimento diretto in capitale di rischio e di debito delle imprese italiane PMI gode di una utile agevolazione fiscale che può mobilitare ingenti risorse finanziarie provenienti dai risparmi delle famiglie italiane.

La necessaria valutazione professionale degli emittenti per ridurre al minimo gli errori di selezione lascia immaginare che i fondi comuni di investimento alternativi ("FIA") svolgeranno un ruolo di primo piano nella catena di trasmissione della liquidità, dagli investitori privati alle imprese.

Per permettere ai FIA di svolgere appieno la propria funzione è opportuno rendere il processo di sottoscrizione degli strumenti finanziari emessi dalle imprese il più efficiente possibile, anche da un punto di vista di costo finale all-in per l'imprenditore: oggi però restano ancora alcuni ostacoli normativi, retaggio del passato, che necessitano un intervento di "pulizia" ad hoc.

I titoli di debito emessi dalle s.r.l. e i limiti all'emissione di obbligazioni da parte delle s.p.a.

L'art. 2483 c.c. norma l'emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l.; in particolare il comma 2 impone che detti titoli *"possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima"*.¹

Il quadro normativo primario sull'argomento è completato dal D.Lgs. 385/1993 – Testo Unico Bancario o TUB -; l'articolo 11, comma 4-quinquies stabilisce che *"[a] fini di tutela del risparmio, gli investitori professionali, che ai sensi del codice civile rispondono della solvenza della società per le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari emessi dalla stessa, devono rispettare idonei requisiti patrimoniali stabiliti dalle competenti autorità di vigilanza"*.

Per quanto riguarda gli investitori professionali sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, detta autorità ha fissato gli idonei requisiti patrimoniali attraverso il Bollettino di Vigilanza Numero 6 – Giugno 2004, nel quale, con particolare riferimento alle società di gestione del risparmio, viene affermato che *"avuto presente l'esclusività dell'oggetto sociale e le caratteristiche dell'attività svolta, si ritiene che le stesse non possano rispondere della solvenza delle società emittenti i titoli in questione"*.

La Banca d'Italia, successivamente, ha esplicitato nel Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio ("RGCR"), in una nota di piè di pagina relativamente ai limiti di investimento sugli "Strumenti finanziari non quotati" applicabili agli OICR armonizzati nelle versioni dell'aprile 2005 e del maggio 2012 nonché agli OICVM,

¹ La medesima riserva di sottoscrizione è altresì prevista, ai sensi dell'articolo 2412 c.c., comma 2, per le obbligazioni qualora emesse per un importo superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili, a meno che non siano destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

nell'aggiornamento del gennaio 2015, che "[i]n ogni caso un OICR² non può essere investito in titoli di debito di società a responsabilità limitata od obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2, del codice civile, fatto salvo quanto previsto dall'art. 2412, comma 5, del codice civile".

In conclusione sul punto, i FIA possono investire in titoli di debito emessi da s.r.l. e obbligazioni di cui all'art. 2412, comma 2, acquistandoli da altro investitore ma non li possono sottoscrivere, ossia acquistarli direttamente dagli emittenti, mentre gli OICVM, per le norme prudenziali di contenimento del rischio, non li possono né sottoscrivere né acquistare.

Appare ben chiaro l'intento della normativa primaria citata, ossia l'attribuzione di una riserva di legge per la sottoscrizione di titoli di debito emessi da s.r.l. a determinati soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale che inoltre devono presentare specifici requisiti patrimoniali definiti dall'autorità pubblica che li vigila, in quanto potrebbero essere chiamati a rispondere della solvenza dell'emittente per effetto di un successivo trasferimento del titolo ad investitori al dettaglio.

D'altra parte, le precitate norme primarie, introdotte rispettivamente nel 2003³ e nel 2004⁴, sono frutto del compromesso, tra l'esigenza, di permettere alle s.r.l. di affacciarsi per la prima volta al mercato dei capitali e quella di assicurare un'adeguata tutela degli interessi degli investitori al dettaglio, completamente impreparati a valutare in autonomia il rischio di credito di simili emittenti.

Il legislatore di allora voleva anzitutto evitare che le banche, attori assolutamente quasi incontrastati dei mercati finanziari, spingessero le imprese clienti, magari già eccessivamente indebitate, a consolidare i propri debiti bancari in forma di titoli di debito o obbligazioni, che sarebbero poi stati ceduti ai clienti al dettaglio delle banche medesime, trasferendo di fatto su di loro un rischio di credito elevatissimo; si sarebbe trattato per le banche di effettuare nuovamente le operazioni di "pulizia" dei propri bilanci a danno degli investitori retail che avevano causato gli scandali finanziari Cirio e Parmalat.

Del resto, nel 2004 in Italia non esistevano ancora i FIA specializzati di *private debt* che avrebbero potuto invece investire in titoli di debito o obbligazioni non quotate. Detti FIA invece si sono sviluppati un decennio circa più tardi e oggi sono tra i maggiori investitori di questi strumenti finanziari.

Ancora oggi però, i FIA specializzati di *private debt* si devono confrontare con il divieto di sottoscrizione di titoli di debito e obbligazioni non quotate, cioè di acquisto diretto dal soggetto emittente. Conseguentemente, anche quando i FIA svolgono autonomamente l'attività *origination*, ossia l'individuazione di emittenti solvibili con solidi piani d'investimento da finanziare, per finalizzare l'investimento e superare il divieto di sottoscrizione, sono costrette a trovare un soggetto autorizzato che faccia il c.d. *fronting*, ossia che acquisti il titolo dall'emittente e lo rivenda al FIA, normalmente il medesimo giorno. Va da sé che il servizio di *fronting* non è gratuito e viene pagato, ahì lei, dall'impresa emittente⁵: si tratta di un inutile balzello che incrementa il costo totale del finanziamento.

Proseguendo sul punto, il soggetto che effettua il *fronting* incassa una commissione assumendosi il rischio teorico di dovere rispondere *"della solvenza della società" [emittente] nei confronti degli acquirenti che non*

² In considerazione del posizionamento della nota di piè di pagina del RGCR, Titolo V, Capitolo III, nella Sezione II dedicata agli OICVM, ossia ai fondi comuni di investimento e alle Sicav rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE, il divieto non si applica al FIA, il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientrante nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE.

³ Artt. 2412 e 2483 c.c.

⁴ Art. 11, comma 4-quinquies

⁵ La sua incidenza è tanto maggiore quanto più l'importo di emissione è ridotto; siamo nell'ordine di 30 bp una tantum. Si deve poi aggiungere la consulenza legale per la redazione della doppia contrattualistica, tra emittente e soggetto che fa il *fronting* e quest'ultimo e il FIA, tutta pagata dall'emittente.

siano investitori professionali ovvero soci della società medesima". Al fine però di azzerare sostanzialmente questo rischio, vige l'uso, già in fase di emissione, di inserire, nel testo del regolamento, dello statuto della società emittente e nell'ambito della deliberazione di emissione (nonché, limitatamente ai casi in cui ciò sia possibile, sul titolo stesso) limitazioni alla circolazione dei titoli di debito, consistenti nel divieto esplicito di trasferimento del titolo a favore di investitori non professionali.

In ultima analisi siamo di fronte ad un extra-costi a carico dell'imprenditore, per un servizio privo di valore reale se non quello di permettere di "superare" un vincolo normativo ormai obsoleto che potrebbe essere rimosso.

La soluzione

Si propone pertanto di introdurre per i titoli di debito emessi dalle s.r.l e le obbligazioni non quotate se e solo se destinati esclusivamente ad investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del TUF (D.Lgs. 58/1998) - incluse quindi le SGR per conto dei propri FIA - una deroga aggiuntiva a quella prevista per gli "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali".

Detto intervento ricalcherebbe una misura analoga già assunta per le società per cartolarizzazione dei crediti, attraverso l'articolo 1, comma 1-bis, della legge 130/1999.

Testo emendato dell'Art. 2483 c.c.

Art. 2483.

(Emissione di titoli di debito).

Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.

I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

(Il precedente comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 qualora tale previsione risulti tra le condizioni del prestito di cui al successivo comma, senza facoltà di modifica.)

La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità.

Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività.

Testo emendato dell'art. 2412 c.c.

Art. 2412.

(Limiti all'emissione).

La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite.

Il limite di cui al primo comma 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. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.

Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.

Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere.

*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere **(acquistate esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ovvero 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.*

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.