

## Gli strumenti/1

### LE OPZIONI PER GLI OPERATORI

# Per i finanziamenti aziendali più peso agli strumenti ibridi

## L'innovazione finanziaria offre numerose opzioni a cavallo tra azioni e obbligazioni

PAGINA A CURA DI  
**Alessandro Germani**

Le imprese possono essere finanziate con strumenti di equity, di debito o ibridi, che sono di fatto una commistione fra i due. L'ambito dell'equity è riconducibile alle azioni, le quali, a differenza delle obbligazioni, non danno al possessore alcun diritto alla restituzione del capitale conferito. Ciò significa che gli azionisti sono postergati rispetto a tutti gli altri creditori della società, compresi gli obbligazionisti, essendo gli ultimi a venire rimborsati in caso di liquidazione o di procedure fallimentari.

Esistono varie tipologie di azioni. Quelle ordinarie attribuiscono al titolare pieni diritti sia di natura amministrativa (diritto di voto ed intervento nelle assemblee), sia patrimoniale (diritto agli utili). Esistono poi tutte le altre categorie quali:

- le azioni di risparmio, prive del diritto di voto, ma che garantiscono un dividendo minimo annuo;
- le azioni a favore dei prestatori di lavoro;
- le azioni correlate (cosiddette tracking shares), i cui diritti patrimoniali sono correlati ai risultati dell'attività in un determinato settore;
- le azioni privilegiate, che accanto alla limitazione nel diritto di voto assicurano un rendimento addizionale rispetto al dividendo delle ordinarie;
- le azioni con prestazioni accessorie e quelle di godimento.

L'ambito del debito è invece riconducibile alle obbligazioni, ovvero titoli nominativi o al portatore che rappresentano frazioni di uguale valore nominale e con uguali diritti rispetto ad un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo. La grossa differenza fra capitale di rischio e capitale di credito risiede nel fatto che il primo non dà garanzia né di restituzione del capitale, né tantomeno di incasso dei dividendi, mentre il secondo, generalmente, garantisce il diritto all'interesse anche se la società è in perdita e quello alla restituzione del capitale. Questi tipici diritti sono insiti nelle obbligazioni ordinarie, che possono essere emesse dalle società per azioni e da quelle in accomandita per azioni. Invece le Srl emettono i cosiddetti titoli di debito (articolo

2483 del Codice civile), destinati agli investitori professionali.

#### OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI

Il netto confine di demarcazione fra equity e debito nel tempo, con il proliferare dell'innovazione finanziaria, si è andato affievolendo, e ciò ha portato alla sempre più frequente comparsa di strumenti ibridi, via di mezzo fra equity e debito. Un tipico esempio in questo senso sono le obbligazioni convertibili, che danno la possibilità al sottoscrittore di mutare il proprio status da quello di creditore della società a quello di socio, attraverso la conversione. Altro esempio sono le obbligazioni cum warrant, il cui possessore, previo esborso di una somma ulteriore, accanto alla posizione di obbligazionista può assumere anche quella di azionista.

#### SFP E SFNP

Un tipico esempio di strumenti di confine è rappresentato poi dagli strumenti finanziari partecipativi (Sfp) e da quelli non partecipativi (Sfnp). Vediamone la sostanza. I primi, disciplinati dall'articolo 2346, comma 6 del Codice civile, attribuiscono diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti, limitandosi la loro prerogativa alla nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo. Essi partecipano al rischio d'impresa, pur non venendo imputati a capitale i conferimenti eseguiti a fronte della loro emissione. Trovano quindi collocazione nel patrimonio netto della società che li emette, ma non danno diritto in capo al possessore alla loro restituzione, essendo equiparati sotto questo profilo all'equity, anche se non si tratta tecnicamente di azioni. Gli strumenti finanziari non partecipativi sono invece disciplinati dall'articolo 2411, comma 3 del Codice civile, caratterizzandosi per il fatto che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. Quindi, a differenza degli Sfp, essi trovano collocazione all'interno del debito e non dell'equity. Come tali, oltre ad attribuire diritti patrimoniali e amministrativi, garantiscono il diritto alla restituzione dell'apporto eseguito, benché possa essere condizionato dall'andamento economico dell'emittente. Dal punto di vista fiscale gli strumenti finanziari partecipativi sono assimilati alle azioni, con indeducibilità della componente equity (articolo 109, comma 9 lettera a) del Tuir), ma solo quando la loro remunerazione è totalmente costituita dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente (articolo 44, comma 2, lettera a del Tuir).

#### I PRO E CONTRO PER L'IMPRESA TRA EQUITY E DEBITO

##### Equity

L'ambito dell'equity è riconducibile alle azioni, che non danno diritto alla restituzione del capitale, configurandosi come la componente più junior del passivo dello stato patrimoniale dell'impresa. Le azioni attribuiscono al titolare diritti sia di natura amministrativa (voto ed intervento nelle assemblee), sia patrimoniale (utili). L'azione ordinaria li garantisce entrambi in misura piena, a differenza di altre tipologie (ad esempio, le risparmio o le privilegiate) che attribuiscono un privilegio sugli utili a fronte di una contrazione del diritto di voto. Fiscalmente le azioni si caratterizzano per il fatto che il

dividendo non è un costo deducibile per la società

##### Debito

L'ambito del debito tendenzialmente garantisce al sottoscrittore il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale indipendentemente dai risultati economici della società emittente, essendo in questo differente dall'equity. Dal punto di vista fiscale il debito è sempre stato più conveniente rispetto al capitale di rischio in quanto l'interesse è deducibile, sebbene entro i limiti sanciti dall'articolo 96 del Tuir con il meccanismo del cosiddetto Rol (risultato operativo lordo)

##### Strumenti ibridi

La netta distinzione fra equity e debito si va perdendo sempre di più per via di una serie di strumenti concepiti a metà strada fra le due categorie di base. Sono tali, ad esempio, le obbligazioni convertibili, che danno la possibilità di tramutare il proprio status da obbligazionista ad azionista. Stesso discorso vale per il debito mezzanino, dove la componente dell'equity kicker permette la conversione in azioni. Hanno natura ibrida anche gli strumenti finanziari partecipativi (assimilati all'equity in quanto parte del patrimonio netto) e quelli non partecipativi (più assimilabili invece al debito)

**Titoli di debito.** L'esposizione dei creditori comporta più costi per l'impresa

## Il rischio fa salire i rendimenti

Guardando agli strumenti di debito si procede verso una complessità crescente all'aumentare del rischio, che comporta un maggior rendimento per l'investitore a fronte di un maggior costo per l'impresa emittente. Vediamo in che modo.

Nell'ambito del cosiddetto private debt possiamo mettere a confronto il minibond rispetto alle obbligazioni subordinate partecipative e al mezzanino.

#### MINIBOND

Il minibond rappresenta una classica emissione obbligazionaria che può essere alternativa al finanziamento bancario. Prevede una serie di costi accessori quali la due diligence, il costo dell'advisor e dell'arranger (figure spesso coincidenti), l'eventuale rating e/o quotazione presso l'ExtraMot Pro. In ogni caso il costo per interessi si aggira fra il 5 e il 6 per cento. Rispetto al prestito bancario esiste la possibilità di modellare le fonti finanziarie in base alla disponibilità in capo all'impresa dei flussi di cassa necessari al rimborso. In questo senso si possono prevedere strutture bullet, ovvero con rimborso integrale alla scadenza, oppure semibullet. Per l'impresa emittente gli interessi passivi soggiacciono alla classica regola di deducibilità del Rol di cui all'articolo 96 del Tuir.

#### OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE

La complessità aumenta in presenza delle obbligazioni subordinate partecipative, che costituiscono una prima forma ibrida. La subordinazione comporta la postergazione da parte dell'investitore rispetto agli altri creditori, ad eccezione dei sottoscrittori del capitale sociale. La clausola di partecipazione va invece commisurata al risultato economico dell'impresa emittente, tuttavia la variabilità può riguardare solo la remunerazione dell'investimento ma non il rimborso del capitale. Quindi a livello di rimborso esiste una subordinazione, il che rende l'obbligazione chiaramente più rischiosa, unitamente al fatto che la remunerazione è in parte correlata ai risultati economici dell'emittente. In questi casi, la componente variabile del corrispettivo rappresenta un costo ed è deducibile fiscalmente per competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile. Ciò costituisce una deroga al principio generale di indeducibilità delle componenti equity sancito dall'articolo 109, comma 9, lettera a) del Tuir. Chiaramente a fronte di un costo, per l'emittente, che sarà verosimilmente superiore rispetto al minibond.

#### MEZZANINO

Veniamo infine al debito mezzanino, definibile anche come debito subordinato o junior, che costitui-

sce anch'esso una forma ibrida fra debito ed equity. Infatti, accanto alla tradizionale componente di debito subordinato, esiste il cosiddetto equity kicker che consente di mutare il proprio status da creditore a socio. La componente subordinata ha di solito una durata di sette anni con un rimborso del capitale di tipo bullet. Gli interessi invece vengono corrisposti lungo la durata del finanziamento con le seguenti modalità:

- cash interest, ovvero interessi pagati per cassa a scadenze infrannuali prefissate;
- pay in kind interest (cosiddetto Pik), che sono contabilizzati durante la vita del prestito ma sono destinati ad essere poi corrisposti solo alla scadenza (o al momento del rimborso anticipato).

Trattandosi di una modalità che prevede la subordinazione, il mezzanino trova spesso spazio nell'ambito del finanziamento delle operazioni di leveraged buy out (Lbo), laddove tale componente può essere riservata a fondi specializzati che sono maggiormente interessati ad intervenire rispetto ad una banca tradizionale. Considerato, tuttavia, l'elevato costo del debito che può scaturirne per via della subordinazione, è importante che l'impresa lo valuti attentamente anche per i potenziali risvolti di indeducibilità ai sensi dell'articolo 96 del Tuir.