

DEBITO MEZZANINO

DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE

Il debito mezzanino, o *mezzanine financing*, è uno strumento di finanziamento che si colloca per remunerazione, modalità di rimborso e durata in una posizione intermedia fra il capitale di rischio e i prestiti a medio/lungo termine. La tipologia dello strumento consente al prenditore di fondi di accedere al prestito con un piano di rimborso interessi correlato all'incremento di valore economico della società (mezzanine financing come classica operazione di finanziamento).

Esiste una seconda accezione del termine "mezzanine financing", con la quale si intende la possibilità di effettuare acquisizioni attraverso titoli di debito subordinati soprattutto in relazione a operazioni di leveraged buy-out o di crescita aziendale. In tal caso l'azienda ottiene un finanziamento a medio-lungo termine subordinato nel rimborso rispetto ad un finanziamento primario per cui, in caso di fallimento, il rimborso di tale debito non avviene fin quando non sia già stato rimborsato tutto il debito primario.

La componente debitoria è costituita dal prestito a m/l mentre gli elementi tipici del capitale di rischio sono racchiusi nella facoltà del finanziatore di partecipare al capitale di rischio dell'impresa finanziata (tipicamente con warrant od opzioni call).

Nonostante la flessibilità di questa forma di finanziamento, essa è poco utilizzata nel nostro paese mentre è più diffusa in paesi anglosassoni. L'utilizzo del debito mezzanino può essere utile per le imprese di minori dimensioni in forte crescita, la cui capacità di generare flussi di cassa da destinare al rimborso del debito è, nel breve periodo, limitata.

ASPETTI LEGALI

Il nostro ordinamento non regola il debito mezzanino in maniera specifica. Spesso, infatti, vengono riscontrati nella pratica problemi di compatibilità con le norme del diritto nazionale (specialmente in materia di usura).

Per quanto riguarda la regolamentazione del debito mezzanino, dunque, la normativa a cui si fa riferimento è quella relativa al contratto di mutuo, artt. 1813 e segg. del Codice Civile. Per quanto riguarda invece gli obblighi informativi degli istituti che emettono tale forma di finanziamento, devono essere rispettate le disposizioni in tema di trasparenza delle condizioni contrattuali previste dal Testo Unico in materia bancaria e creditizia (D. Lgs. 01/09/1993, n. 385).

MODALITÀ DI FUNZIONAMENTO E ASPETTI FINANZIARI

Per quanto riguarda il debito mezzanino come classica operazione di finanziamento, lo schema di funzionamento prevede che il prestito venga erogato a tranche, ciascuna con particolari caratteristiche:

- la prima, più tradizionale, presenta le caratteristiche di un mutuo a m/l termine, con una remunerazione legata ad un parametro finanziario di mercato (generalmente l'Euribor) maggiorato di uno spread fisso. Tale quota è erogata in una percentuale variabile (40%, 50%, 60%) del prestito globale;
- la seconda quota, che caratterizza questo tipo di strumento finanziario, è rimborsabile in un'unica soluzione a scadenza. La remunerazione di questa quota è legata allo stesso parametro finanziario della precedente ("tasso minimo garantito"), questa volta maggiorato di uno spread correlato all'incremento di valore economico dell'azienda finanziata. Lo spread viene eventualmente corrisposto attraverso un conguaglio annuale in funzione dell'incremento del valore economico dell'azienda, calcolato sulla base del margine operativo lordo dell'impresa.

Oltre ai soggetti erogatori del prestito, che possono essere uno o più enti creditizi, rivestono un ruolo importante i Consorzi di garanzia fidi, che generalmente garantiscono fino al 50% del prestito in modo che l'impresa beneficiaria sia dispensata da fornire garanzie di natura ipotecaria, e gli *advisor*, che forniscono all'azienda la consulenza necessaria sia nella fase di avvio dell'operazione sia in quelle successive. Le imprese, infatti, devono presentare una documentazione adatta alla valutazione del trend economico-finanziario e della capacità di generare flussi di cassa (check-up e business plan).

L'accessibilità a questo tipo di finanziamento presuppone alcune condizioni. In particolare, l'impresa deve presentare una dinamica reddituale e di cassa sufficiente al rimborso del prestito e avere una previsione di aumento del proprio valore economico.

* * *

La seconda "tipologia" di mezzanine financing si articola generalmente in due componenti fondamentali:

- il *debito subordinato*, strutturato nella forma di un prestito tradizionale ad un tasso di interesse fisso o indicizzato maggiorato di uno spread (generalmente compreso fra 2,5 e 4 punti percentuali);
- l'*equity kicker*, cioè la possibilità concessa al sottoscrittore del debito mezzanino di poter convertire il proprio credito in titoli azionari della società finanziata. Questa componente è solitamente concessa sotto forma di warrant o di opzioni call sulle azioni ordinarie della società finanziata. Il prezzo d'esercizio di questa facoltà viene stabilito in modo tale da soddisfare le esigenze di rendimento complessive dei sottoscrittori di mezzanino, rapportate al rischio sopportato.

Il rendimento del debito mezzanino per il finanziatore (o costo per l'impresa finanziata) in questo caso è scomponibile in interessi passivi (sul debito subordinato) e utile (sull'*equity kicker*). I due valori sono tra loro interdipendenti: maggiori sono gli interessi passivi che l'azienda deve pagare sul debito subordinato, minore sarà il rendimento dell'*equity kicker* per il finanziatore e viceversa.

Il debito è subordinato ad altri debiti sia in sede di rimborso delle quote di capitale, sia in caso di liquidazione dell'azienda. La subordinazione può essere completa (rispetto a tutti i finanziamenti in essere) o parziale (rispetto ad uno specifico finanziamento senior). Anche le garanzie reali date al creditore subordinato sono residuali rispetto a quelle del debito senior.

Questo tipo di finanziamento è molto più simile ad un finanziamento di capitale azionario piuttosto che al debito tradizionale. Il vantaggio del debito mezzanino è quello di essere molto flessibile: esso può essere progettato in base alla dinamica del fabbisogno finanziario dell'azienda.

* * *

In entrambi i casi, le aziende che si finanziano con il debito mezzanino devono rispettare alcuni vincoli, tra i più frequenti:

- divieto di distribuire utili agli azionisti e di effettuare operazioni di finanza straordinaria durante il periodo di finanziamento, senza il preventivo consenso dei creditori mezzanini;
- mantenimento di un rapporto minimo tra capitale proprio e capitale di debito;
- salvaguardia di un livello minimo di liquidità.

ASPETTI FISCALI

IMPOSTA SOSTITUTIVA SU OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO A MEDIO E LUNGO TERMINE

Ai sensi dell'art.15 D.P.R. 601/73, le operazioni relative ai finanziamenti a medio e lungo termine la cui durata contrattuale sia stabilita in più di 18 mesi, e tutti i provvedimenti, atti, contratti e formalità inerenti le operazioni medesime, sono esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecarie e catastali e dalle tasse sulle concessioni governative. In luogo delle predette imposte, l'articolo 17 dello stesso D.P.R. impone all'ente concedente di corrispondere un'imposta sostitutiva pari al 0,25%. Viene trattenuta dalla Banca in sede di sconto effetti o concessione del finanziamento.

IVA

Ai sensi dell'art.3 comma 2 n. 3) del D.P.R. 633/72, costituiscono prestazioni di servizi - se effettuate verso corrispettivo - i prestiti di denaro e di titoli non rappresentativi di merci, comprese le operazioni finanziarie mediante la negoziazione di crediti, cambiali o assegni. La norma va relazionata con l'art.10 n.1 dello stesso D.P.R. che considera esenti le concessioni e la negoziazione di crediti.

Ne deriva che le cessioni di credito, se finalizzate al finanziamento, saranno rilevati ai fini IVA in regime di esenzione; viceversa se la cessione del credito viene effettuata al di fuori di un'operazione di finanziamento sarà esclusa da IVA ai sensi dell'art.2 comma 3 lett a) D.P.R. 633/72 e conseguente applicazione della disposizione recata dall'articolo 6 della Tariffa, parte prima, allegata al D.P.R. 131/86, per la quale le cessioni di crediti scontano l'imposta di registro nella misura proporzionale dello 0,50%.

Dal momento che i soggetti che svolgono normalmente tali attività esenti sul territorio nazionale, in aderenza all'art.272 della Direttiva UE 2006/112/CE, optano per la dispensa dagli obblighi di fatturazione, il soggetto finanziato al momento di effettuazione dell'operazione non riceverà fattura.

Qualora il soggetto passivo IVA non sia tra quelli che ha esercitato la predetta opzione, tutte le operazioni classificabili nell'art. 10 comma 1 tra cui quelle al n.4) (operazioni relative ad azioni, obbligazioni, quote sociali) dovranno essere poste essere nel rispetto delle norme IVA (fatturazione, registrazione).

IMPOSTA DI REGISTRO

L'erogazione di prestiti finanziari a medio lungo termine non è soggetta ad imposta di registro per effetto di quanto stabilito dal citato art. 15 D.P.R. 601/73.

IRES

Gli interessi passivi, imputati per competenza, insieme agli altri oneri ad essi assimilati sono deducibili ai in ogni periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati tassati (art.96 comma 3 del D.P.R. 917/86). A partire dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31.12.2007 la deducibilità degli oneri finanziari va valutata complessivamente considerando tutti gli oneri finanziari di competenza rispetto al limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica. Gli interessi passivi e gli oneri finanziari assimilati di competenza di un esercizio ed eccedenti il limite annuo del 30% del ROL, potranno essere dedotti nei successivi periodi d'imposta a condizione e comunque nel limite del ROL residuo di quel periodo.

Le *holding* industriali cioè le società la cui attività consiste, in via esclusiva o prevalente, nella assunzione di partecipazioni in società esercenti attività diversa da quella creditizia o finanziaria, iscritte ai sensi dell'art. 113 del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 nella apposita sezione dell'elenco generale dei soggetti operanti nel settore finanziario, sono escluse dal trattamento favorevole previsto dal comma 5-*bis* dell'articolo 96 del T.U.I.R. (Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate 91/2009).

IRAP

Per le società di capitali e gli enti commerciali non esercitanti l'attività bancaria, finanziaria e assicurativa la base imponibile è determinata dalla differenza tra il valore e i costi della produzione di cui alle lettere A) e B) dell'articolo 2425 del codice civile, con esclusione delle voci di cui ai numeri 9), 10), lettere c) e d), 12) e 13), così come risultanti dal conto economico dell'esercizio. Gli interessi passivi sull'operazione di finanziamento dovranno essere appostati per competenza nella voce C) 17 del conto economico non rilevando quindi ai fini della determinazione della base imponibile IRAP.

COSTI

Per l'impresa che ricorre al debito mezzanino, i costi da sostenere sono:

- interessi passivi, in relazione al tasso di interesse e allo spread calcolati in base alla tipologia di finanziamento (come sopra descritto);
- commissioni da riconoscere al garante dell'operazione;
- spese accessorie (spese di istruttoria, eventuali commissioni per gli advisor);
- imposta sostitutiva pari allo 0,25%.

Il costo di questi tipo di strumento finanziario è generalmente considerevole in quanto l'elevata rischiosità del finanziamento porta il finanziatore ad applicare tassi di interesse piuttosto alti. Per

quanto riguarda il debito mezzanino nella sua forma classica, inoltre, il costo è potenzialmente molto elevato in caso di trend aziendale che genera alta redditività.

VANTAGGI

- Diversificazione delle fonti di finanziamento dell'impresa.
- Stabilità della provvista, legata alla durata medio-lunga del finanziamento e alla programmazione del rimborso.
- Correlazione di una parte del debito al trend aziendale.
- Miglioramento del rating creditizio conseguente alla maggiore trasparenza aziendale.
- Miglioramento della cultura progettuale in campo finanziario.
- Possibilità di emettere debito mezzanino anche in seguito all'operazione di buy-out, quando non è possibile emettere debito senior.
- Possibilità di incrementare la leva finanziaria senza intaccare il livello di rischio finanziario per gli azionisti.
- Flessibilità dello strumento finanziario, i cui flussi possono essere progettati sulla base del fabbisogno dell'azienda.

SVANTAGGI

- Costo finanziario potenzialmente elevato.
- Eventuale richiesta di garanzie di natura suppletiva (non ipotecarie).
- Necessità per l'impresa di dimostrare di avere un buon potenziale di crescita.
- Vincoli da rispettare per l'impresa nel caso ottenga il finanziamento.
- Deducibilità potenzialmente limitata degli interessi passivi e oneri assimilati (vedi aspetti fiscali)