

Chiarimenti dell'Agenzia delle Entrate sul regime fiscale applicabile a cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili e project bond a seguito dei Decreti "Crescita" e "Crescita-bis"

di GIUSEPPE CORASANITI

Con la Circolare 6 marzo 2013, n. 4/E l'Agenzia delle Entrate ha fornito una serie di chiarimenti interpretativi sul regime fiscale applicabile alle cambiali finanziarie e alle obbligazioni e titoli simili emessi da soggetti diversi dalle società quotate e dai grandi emittenti la cui disciplina è stata modificata da parte dei decreti 83 e 179 del 2012.

In particolare i chiarimenti dell'Agenzia si sono concentrati sull'estensione del regime di cui al d.lgs. n. 239 del 1996 anche a

tali nuovi titoli obbligazionari e simili e sul regime di deducibilità degli interessi passivi che è derogatorio rispetto a quanto previsto dall'art. 3, comma 115, l. n. 549 del 1995 e dagli artt. 109, commi 1 e 9 e 107, co. 4, TUIR; in ogni caso tali chiarimenti non hanno potuto evidentemente superare una serie di limitazioni derivanti da una formulazione normativa (a dispetto delle intenzioni) poco omogenea e che solo lo stesso legislatore potrà colmare.

1. Inquadramento

Quello delle modalità di finanziamento dell'attività di impresa rappresenta un tema che si intreccia strettamente con le vicende economico - finanziarie che hanno interessato anche il nostro Paese a partire dal 2008, anno dal quale la contestuale presenza di bassi tassi di interesse e condizioni di accesso al credito particolarmente favorevoli, avevano consentito alle imprese di usufruire con relativa facilità di forme di indebitamento a breve termine.

Senonché questa forma di finanziamento, preferita all'utilizzo dei mezzi patrimoniali che pure la riforma del diritto societario ha introdotto, ha fatto sì che la necessità di rifinanziare il debito da parte delle imprese sia emersa contestualmente al sorgere della crisi economico - finanziaria nel frattempo sopravvenuta.

In effetti, la forma di indebitamento basata sull'emissione di titoli è stata scelta unicamente dai grandi gruppi industriali che hanno avuto così modo di diversificare le proprie fonti di finanziamento: come evidenziato nell'indagine conoscitiva avviata dalla Commissione finanze del Senato, *il ricorso molto circoscritto al mercato dei capitali si riflette nella dipendenza dal credito quale fonte quasi esclusiva di finanza esterna delle imprese italiane, la cui struttura finanziaria si caratterizza anche per livelli di indebitamento e quota di passività a breve termine relativamente elevati nel confronto internazionale*¹.

¹ Cfr. Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Giovanni Carosio presso la commissione Finanze del Senato in www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdircarosio_04052011/Carosio_4_5_2011.pdf.

www.sfef.it

www.sfef.it

In tale documento si conferma, infatti, come l'incidenza della raccolta obbligazionaria si ponga in stretta relazione con la presenza di società quotate e che tale raccolta risulti per questo limitata alle imprese di grandi dimensioni, tanto è vero che l'indebitamento a breve termine e di tipo bancario è quello che caratterizza le imprese di minori dimensioni (le piccole e medie imprese) e ciò sia per ragioni storico - culturali, ma anche per ragioni di costi legati all'accesso alla quotazione e alla trasparenza nonché per la scarsa appetenza di investimento nelle imprese italiane.

Come detto, già con la riforma del 2003, il legislatore aveva cercato di superare un approccio al finanziamento dell'attività di impresa basato sul mero credito bancario, ed in questo senso deve essere letta l'introduzione di molteplici provvedimenti finalizzati ad ammodernare il sistema finanziario nazionale come ad esempio l'introduzione, nel 1998, del Testo Unico della Finanza, nel 2005 l'introduzione della legge sulla tutela del risparmio nonché il recepimento di varie Direttive e Regolamenti comunitari ed in particolare, la previsione di nuove tipologie di prestiti obbligazionari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del prestito all'andamento economico della società emittente, di cui all'art. 2411, co. 3, cod. civ.³

L'intento perseguito dal legislatore si è in ogni caso rivelato quanto meno inadeguato³ se lo stesso è dovuto tornare sul tema del finanziamento delle imprese con i d.l. 22 giugno 2012, n. 83 conv. con modif. in l. 7 agosto 2012, n. 134 (c.d. Decreto sviluppo) e con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modif. in l. 17 dicembre 2012, n. 221 (c.d. Decreto sviluppo bis), recanti misure urgenti per la crescita del Paese con i quali si è cercato di rispondere alle esigenze del settore produttivo modificando e, allo stesso tempo istituendo, degli strumenti di finanziamento alternativi, come nel caso delle obbligazioni (titoli di debito a medio e lungo termine), delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni subordinate e partecipative⁴.

Infatti, se con riferimento alle prime due categorie di strumenti l'intervento del legislatore del 2012 ha modificato ed integrato due istituti già esistenti, estendendone l'utilizzo anche alle società non quotate, con le obbligazioni subordinate e partecipative sono stati introdotti degli strumenti finanziari *ad hoc*.

Come è già stato osservato nel precedente numero di questa Rivista⁵, la normativa introdotta dai provvedimenti citati si caratterizza per il fatto di aver introdotto degli elementi di specialità in istituti che già a loro volta erano derogatori della disciplina ordinariamente applicabile (cd. "doppia specialità").

In particolare, ci si riferisce al regime (antielusivo) di deducibilità degli interessi passivi nella determinazione del reddito di impresa che risulta già derogato dall'art. 3, co. 115, l. n. 549/1995 laddove si prevede, un limite a tale deducibilità qualora tali interessi passivi su-

³ Cfr ex multis V. Pisani Massamormile, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1279 ss; M. Cian, *Gli strumenti finanziari di s.p.a. : pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 382 ss; N. Salanitro, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2004, I, 288; P. Ferro - Luzzi, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, I, 703 ss, P.G. Marchetti, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 217; C. Angelici, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 72 e ss.

⁴ E lo è tuttora, considerato dall'inizio dell'anno solo quattro società hanno usufruito delle possibilità offerte dalla legge. Sullo scarso successo dei c.d. mini-bond, oltre a ritardi legati a ragioni di carattere strutturale ed organizzativo, dipendenti dalla necessità per gli intermediari di dotarsi di strutture interne adeguate a far fronte alle richieste di analisi e verifica che tali strumenti richiedono, pesano una serie di altri fattori come la previsione che tali strumenti siano detenuti sino alla scadenza, con una conseguente scarsa liquidità ovvero ancora che gli stessi siano sottratti alle valutazioni degli istituti di rating; si tratta di una serie di elementi che, stante le buone premesse di successo, rischiano almeno nel breve periodo di avere scarso successo.

⁵ Sia consentito il rinvio al mio *Diritto tributario delle attività finanziarie*, Egea, 2012, ed in particolare al capitolo III in cui viene approfondito il tema delle obbligazioni e titoli simili introdotti dai decreti del 2012. Cfr. inoltre C. Galli, *Ostacoli di natura fiscale per gli strumenti di finanziamento delle imprese*, in *Corr. Trib.* n. 34, 2012, 2609; G. Molinaro, *Dal "decreto crescita" nuove opportunità di finanziamento per le imprese*, in *Corr. Trib.*, 29, 2012, 2212.

perino determinate soglie nonché alla disciplina che prevede l'esonero dall'applicazione delle ritenute sugli interessi corrisposti a fronte di obbligazioni emesse dai c.d. grandi emittenti di cui alla l. 239/1996.

L'obiettivo perseguito con l'introduzione di questa "deroga alla deroga", si giustifica, dall'esigenza di agevolare il ricorso al credito da parte delle piccole e medie imprese, riconoscendo ad esse la possibilità di attrarre gli investimenti nazionali ed esteri emettendo strumenti finanziari non sottoposti alle regole di deducibilità ordinariamente applicabili ai sensi dell'art. 3, co. 115, l. n. 549/1995 ed assimilati, dal punto di vista del prelievo alla fonte, agli strumenti finanziari emessi dai c.d. grandi emittenti.

Più nello specifico e con riferimento alle cambiali finanziarie, l'articolo 32, commi 5, 5-bis e 7, d.l. n. 83 del 2012, ha introdotto delle modifiche alla l. 13 gennaio 1994, n. 43 che ne disciplina caratteristiche e modalità di emissione.

I successivi commi 8, 9, 10 e 13, del medesimo articolo 32, hanno modificato le citate norme in materia di deducibilità degli interessi passivi delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari nonché quelle relative al regime impositivo degli interessi medesimi in capo ai sottoscrittori di tali titoli.

Con riferimento alle obbligazioni, i commi da 19 a 25 dell'articolo 32, d.l. n. 83 del 2012 hanno introdotto una serie di disposizioni in materia di emissione, da parte di società non quotate diverse dalle banche e dalle micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, di obbligazioni e titoli similari che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione.

Infine, l'articolo 1, del medesimo decreto ha integrato la disciplina di cui all'articolo 157, d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163, relativa all'emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto (c.d. *project bond*⁶).

Sulle novità così introdotte l'Agenzia delle Entrate⁷ è intervenuta fornendo una serie di chiarimenti sul regime civilistico e fiscale applicabile a tali strumenti di finanziamento, confermando come l'intento perseguito dal legislatore con i provvedimenti in questione sia stato quello di ridurre sensibilmente la disparità esistente nella previgente disciplina civilistica e fiscale tra società italiane con azioni quotate e società italiane non quotate, rendendo possibile anche per queste ultime l'emissione di strumenti di debito da destinarsi ai mercati domestici ed internazionali.

Con riferimento alle cambiali finanziarie le modifiche più importanti hanno interessato sia la loro durata, passata da diciotto a trentasei mesi a fronte dell'originario tre - dodici mesi, sia l'elenco dei soggetti autorizzati alla loro emissione, che ha visto rientrare tutte le società di capitali nonché le società cooperative e le mutue assicuratrici. Condizioni particolari sono state introdotte per tutte quelle società o enti non aventi titoli negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati: a tali soggetti, infatti, è stata riconosciuta la

⁵ Cfr. G. Franson, *Il regime fiscale dei c.d. "mini - bonds"*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 10, 2013, 17 ss.

⁶ La disciplina relativa a tali strumenti è stata modificata dall'art. 41 del d.l. n. 1 del 2012 che, intervenendo sull'art. 157, d.lgs. n. 163 del 2006 (Codice dei contratti pubblici), consente ai soggetti ivi indicati di emettere, oltre alle obbligazioni, anche titoli di debito allo scopo di realizzare una singola infrastruttura o un nuovo servizio di pubblica utilità anche in deroga ai limiti previsti dal codice civile (non trovano così applicazione le norme in materia di garanzie, di riduzione di capitale o ancora in materia di assemblea degli obbligazionisti). Tali strumenti, che sono nominativi e devono riportare l'avvertimento circa il loro elevato profilo di rischio, possono essere sottoscritti e possono circolare unicamente da investitori qualificati (banche, SGR, Sicav, fondi pensione, imprese di assicurazione e fondazioni bancarie), ai sensi dell'art. 34-ter, Regolamento di attuazione del d.lgs. n. 58 del 1998, adottato dalla CONSOB con delibera 14 maggio 1999, n. 11971. I *project bond* possono inoltre essere garantiti, fino al momento dell'avvio della gestione dell'infrastruttura, dal concessionario del servizio, dal sistema finanziario, da fondazioni o da fondi privati, secondo le modalità da definire con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministro delle infrastrutture e dei trasporti.

⁷ Cfr. Circolare 6 marzo 2013, n. 4/E.

www.sfef.it

possibilità di emettere cambiali finanziarie in presenza di una serie di condizioni procedurali⁸.

Per quanto riguarda le obbligazioni ed i titoli simili, l'art. 2411, c.c. prevede, come noto, che il diritto dell'obbligazionista al rimborso del capitale e dei relativi interessi possa essere, in tutto o in parte, postergato alla soddisfazione dei diritti degli altri creditori della società prevedendo altresì (co. 2) che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi derivanti da tali strumenti possano variare in dipendenza di parametri oggettivi, anche relativi all'andamento economico della società (è il caso delle obbligazioni a rendimento variabile con clausola parametrica o con forme particolari di indicizzazione degli interessi)⁹. Il terzo comma dell'art. 2411 c.c. individua altri strumenti finanziari, comunque denominati e differenti dalle obbligazioni di cui ai primi due commi a cui tuttavia riconosce l'applicabilità della disciplina civilistica riservata alle obbligazioni; la peculiarità di tali strumenti è rappresentata dal fatto che per essi non soltanto i tempi, ma anche il *quantum* del rimborso del capitale possono essere condizionati dall'andamento economico delle società: si tratta pertanto di un regime derogatorio sia rispetto a quanto previsto dall'art. 2414, co. 1, n. 6, c.c. per cui la scadenza del rimborso è elemento essenziale dei titoli obbligazionari¹⁰, sia rispetto alla naturale caratteristica delle obbligazioni rappresentata dalla garanzia minima del rimborso del capitale.

Nonostante tali differenze, tanto il legislatore che l'Agenzia delle Entrate¹¹, hanno considerato assoggettabili anche gli strumenti di cui al comma 3 dell'art. 2411 alla stessa disciplina delle obbligazioni per quanto attiene, ad esempio, ai limiti all'emissione ed alla struttura organizzativa oltre che al regime fiscale, in quest'ultimo caso in considerazione del fatto che la clausola di subordinazione non impedisce a che il possessore del titolo possa ottenere il rimborso del capitale mutuato.

www.sfef.it

Tornando al discorso relativo alle novità introdotte dall'art. 32 del d.l. n. 83/2012, esso, ai commi da 19 a 26, ha inserito una serie di disposizioni relative alle emissioni di obbligazioni partecipative e subordinate da parte di società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (che siano diverse dalle banche e dalle micro-imprese¹²). In particolare, il legislatore¹³ ha individuato le ca-

⁸ In particolare, si richiede che l'emissione sia assistita, in qualità di sponsor, da una banca, da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio (SGR), da una società di gestione armonizzata, da una società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché aventi succursale costituita in Italia. Lo sponsor è tenuto ad assistere e supportare la società tanto nella procedura di emissione che in quella di collocamento dei titoli nonché a mantenere nel proprio portafoglio e fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli variabile in funzione dell'ammontare complessivo dell'emissione.

Viene in ogni caso riconosciuta la possibilità di rinunciare alla nomina dello sponsor per tutte quelle società emittenti che non siano classificabili tra le piccole e medie imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE. Condizione imprescindibile per tali soggetti per poter emettere gli strumenti in commento è ogni caso quella per cui l'ultimo bilancio sia certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili. In ogni caso, inoltre, le cambiali finanziarie emesse da società non quotate possono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente. Le cambiali finanziarie possono essere emesse in forma dematerializzata avvalendosi a tal fine di una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari. Sul tema, pare opportuno ricordare che laddove non dematerializzate, le cambiali finanziarie continueranno a scontare l'imposta di bollo ordinaria nella misura dello 0,01 per cento, mentre in caso di dematerializzazione risulteranno assoggettate all'imposta di bollo sulle comunicazioni ex art. 13, co. 3-ter, Tariffa, Parte Prima allegata al DPR n. 642 del 1972, ferma restando l'esecutività del titolo.

⁹ In alcuni casi, al pagamento di interessi periodici può essere abbinato il diritto a partecipare a un sorteggio periodico di premi (c.d. obbligazioni a premio) o la previsione alla scadenza di una somma che tenga conto della svalutazione monetaria dell'investimento o dell'andamento di particolari parametri (c.d. obbligazioni indicizzate), o anche la previsione di una partecipazione agli utili della società (c.d. obbligazioni partecipative).

¹⁰ La scadenza può anche non essere legata ad una scadenza determinata, potendo dipendere dalla durata della società o dalla sua liquidazione nel caso in cui la società sia costituita a tempo indeterminato (cfr. art. 2328, co. 2, n. 13, c.c.).

¹¹ Cfr. Agenzia delle Entrate, circolare 23 dicembre 1996, n. 306/E.

¹² Sono tali, come precisato dalla Raccomandazione n. 2003/361/CE, quelle che impiegano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo o un totale in bilancio annuo non superiore a due milioni di euro.

¹³ L'obiettivo sarebbe quello di rafforzare il capitale delle società interessate senza alterare l'assetto di comando dell'emittente, adeguando al contempo la remunerazione connessa alla parte variabile dello strumento alle fasi di (eventuale) crescita ovvero di ristrutturazione.

ratteristiche civilistiche che tali titoli devono possedere ai fini della loro qualificazione come vere e proprie obbligazioni (*ex art. 2411, co. 1 e 2 c.c.*): è stata così prevista la possibilità per i soggetti citati di emettere titoli obbligazionari partecipativi e subordinati ma a condizione che soddisfino una serie di condizioni relative alla durata, (che non può essere inferiore a trentasei mesi), alla clausola di postergazione (il diritto al rimborso degli altri creditori è prioritariamente riconosciuto rispetto a quello del sottoscrittore del *project bond*, il quale si vede attribuito il diritto di prelazione unicamente rispetto agli azionisti) ed alla remunerazione, per cui è stato previsto che la stessa risulti composta da una parte fissa e da una parte variabile¹⁴.

Con riferimento al profilo relativo alla remunerazione, la circolare 4/E del 2013 ha precisato, richiamando la Circolare 16 giugno 2004, n. 26/E dedicata alla riforma IRES, come la parte variabile del corrispettivo debba essere calcolata in proporzione agli utili d'esercizio della società emittente e come tale parte variabile riguardi unicamente la remunerazione dell'investimento e non anche il diritto di rimborso in linea capitale.

Come noto, gli interessi e gli altri proventi derivanti dalle obbligazioni e titoli simili emessi dai cosiddetti grandi emittenti privati (banche, dalle società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati comunitari e Stati aderenti allo SEE inclusi nella *white list* e dagli enti pubblici trasformati in società per azioni), risultano soggetti al regime di imposizione sostitutiva di cui al d.lgs. 1° aprile 1996, n. 239. Tale decreto prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 20 per cento¹⁵ da parte dell'intermediario depositario, nei confronti dei percettori cosiddetti "nettisti" (persone fisiche; soggetti di cui all'articolo 5 TUIR, escluse le società in nome collettivo, in accomandita semplice e quelle ad esse equiparate, enti non commerciali, soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche) e l'erogazione dei proventi al lordo dell'imposta nei confronti dei soggetti cosiddetti "lordisti"¹⁶. L'applicazione del d.lgs. n. 239/1996 comporta inoltre l'applicazione del regime di esenzione di cui all'articolo 6 del medesimo decreto nei confronti dei soggetti non residenti a condizione che siano residenti in uno Stato *white list*, nonché nei confronti di enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazio-

www.sfef.it

¹⁴ Il comma 20 dell'art. 32, d.l. n. 83 del 2012 ha previsto che debba essere la clausola di subordinazione a definire i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori, con l'unica eccezione rappresentata dai sottoscrittori del solo capitale sociale. La clausola di partecipazione determina il corrispettivo spettante al portatore e ne commisura l'ammontare ai risultati economici dell'emittente. Il tasso di interesse, con riferimento alla parte fissa del corrispettivo non può essere inferiore a quello fissato nel d.lgs. n. 58 del 1998, mentre l'eventuale parte variabile del corrispettivo deve essere versata entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio al finanziatore (comma 21).

¹⁵ In particolare, il tasso di interesse relativo alla parte fissa del corrispettivo non può essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento pro tempore vigente, mentre la parte variabile del corrispettivo deve essere commisurata al risultato economico dell'impresa emittente.

¹⁶ Si ricorda che a seguito dell'entrata in vigore del d.l. 13 agosto 2011, n. 138, conv. con modif., in l. 14 settembre 2011, n. 148 che ha unificato l'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, l'articolo 26 DPR 29 settembre 1973, n. 600 prevedeva che i sostituti d'imposta assoggettassero gli interessi e gli altri proventi derivanti dalle obbligazioni e titoli simili da loro emessi ad una ritenuta del 27 per cento, che era ridotta al 12,50 per cento nel caso si trattasse di obbligazioni e titoli simili di durata non inferiore a diciotto mesi ovvero di cambiali finanziarie, che fossero emessi da società ed enti, diversi dalle banche o dalle società con azioni negoziate in mercati regolamentati di Stati membri della UE o aderenti all'SEE inclusi nella *white list*. L'applicazione dell'aliquota ridotta era consentita al verificarsi di una serie di condizioni: che il tasso di rendimento effettivo non risultasse a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentari degli Stati di cui sopra o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento dell'emissione; b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni ed i titoli simili diversi dai precedenti. Inoltre, qualora il rimborso delle obbligazioni e titoli simili con scadenza non inferiore a diciotto mesi avesse avuto luogo prima di tale scadenza, sugli interessi e altri proventi maturati fino al momento dell'anticipato rimborso era previsto che l'emittente dovesse corrispondere una somma pari al 20 per cento.

¹⁷ Per effetto dell'unificazione al 20 per cento dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale di cui all'articolo 44, TUIR ad opera del comma 6 dell'articolo 2, d.l. n. 138 del 2011, gli interessi e gli altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili emessi dai sostituti d'imposta di cui all'articolo 23, D.P.R. n. 600 del 1973, diversi dai cd. grandi emittenti privati residenti, non sono più soggetti a ritenuta con aliquote differenziate in dipendenza della loro durata e del loro tasso di rendimento effettivo e, in caso di rimborso anticipato, non sono più soggetti al prelievo del 20 per cento, essendo stata definitivamente abrogata tale forma di prelievo.

nali resi esecutivi in Italia, di investitori istituzionali esteri anche se privi di soggettività tributaria ma costituiti in Stati *white list* ed infine di Banche centrali od organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.

www.sfef.it A seguito delle modifiche introdotte dal comma 9 dell'articolo 32 d.l. n. 83/2012, il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal d.lgs. n. 239/1996 è stato esteso anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

www.sfef.it La conseguenza di tale modifica normativa è stata pertanto quella di estendere, a decorrere dall'entrata in vigore del decreto¹⁷, il regime della l. 239/1996 anche alle cambiali finanziarie che fino a quel momento risultavano soggette alla ritenuta di cui al comma 1 dell'articolo 26, DPR 29 settembre 1973, n. 600¹⁸, anche laddove fossero emesse da banche, da società con azioni negoziate o da enti pubblici trasformati in società per azioni per effetto di quanto disposto dal comma 1, dell'articolo 1, d.lgs. n. 239/1996, *ante* modifica, che disapplicava la ritenuta sugli interessi e altri proventi derivanti da tutte le obbligazioni e titoli simili emessi da tali soggetti, ad esclusione delle sole cambiali finanziarie.

2. Il regime di deducibilità degli interessi passivi

L'altra novità introdotta dal d.l. n. 83/2012 ha riguardato il regime fiscale applicabile agli interessi passivi in capo ai soggetti emittenti gli strumenti di finanziamento in commento.

www.sfef.it Fino all'entrata in vigore delle modifiche apportate dall'articolo 32, d.l. n. 83/2012, infatti, tali interessi passivi erano deducibili ai sensi dell'articolo 96 TUIR, ma al netto di quelli che la Circolare 4/E del 2013 ha definito come *indeducibili in modo assoluto per effetto di specifiche disposizioni* delle quali, ha in ogni caso precisato l'Agenzia, *resta ferma l'applicabilità in via prioritaria*.

www.sfef.it In effetti, per gli interessi derivanti da prestiti obbligazionari vigeva, fino alle modifiche in commento, la limitazione di cui al comma 115 dell'articolo 3, l. 28 dicembre 1995, n. 549, ai sensi del quale gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore a determinate soglie, pena l'indeducibilità dell'eccesso¹⁹.

Questa previsione tuttavia non opera nei confronti degli interessi passivi relativi alle obbligazioni e titoli simili emessi dai c.d. grandi emittenti che risultano assoggettati unicamente ai limiti di cui all'art. 96, TUIR, ai sensi del quale gli interessi passivi e gli oneri assimilati sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli inte-

¹⁷ L'inclusione dei titoli in commento nell'ambito di applicazione del d.lgs. n. 239 del 1996 è divenuta operativa nei confronti dei titoli emessi a decorrere dal 26 giugno 2012.

¹⁸ Che continua ad applicarsi sugli interessi dei titoli obbligazionari e simili e cambiali finanziarie emessi da società con azioni non negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Pertanto, risultano assoggettati alla ritenuta del 20 per cento, come precisato dalla Circolare 4/E del 2013, le cambiali finanziarie e le obbligazioni ed i titoli simili emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'SEE che risultino inclusi nella *white list* ex articolo 168-bis, TUIR; le obbligazioni ed i titoli simili emessi da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizioni di legge; le cambiali finanziarie, le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'SEE.

¹⁹ Tali soglie sono fissate con riferimento a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella *white list* o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;

b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli simili diversi dai precedenti.

ressi attivi e proventi assimilati, con una deducibilità in esercizio dell'eccedenza limitata al 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL) ferma restando la riportabilità dell'eccesso non dedotto in esercizio in avanti e senza limiti di tempo.

A seguito delle modifiche introdotte dal comma 8 dell'articolo 32, d.l. n. 83/2012, pertanto, la previsione di indeducibilità di cui articolo 3, co. 115, l. n. 549/1995 non trova applicazione nei confronti delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni e titoli similari emesse da società con azioni non quotate (diverse dalle banche e dalle micro-imprese) a condizione che tali strumenti siano negoziati in mercati regolamentati ovvero in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi dell'Unione Europea o di Paesi aderenti allo SEE inclusi nella *white list* o altrimenti, qualora non quotati, soddisfino una serie di altre condizioni.

Qualora si tratti di titoli quotati, infatti, la ragione dell'esclusione dall'applicazione del comma 115, deve essere individuata nel fatto che la quotazione viene considerata elemento di garanzia sufficiente che deve inoltre essere verificato unicamente al momento dell'emissione dei titoli stessi.

www.sfef.it

Di conseguenza, come precisato dalla Circolare 4/E del 2013, qualora il requisito della quotazione dovesse venire meno, (a seguito del c.d. *delisting*), agli interessi ed agli altri proventi da essi derivanti continuerà in ogni caso ad applicarsi il regime di deducibilità di cui all'art. 96, TUIR e non anche la limitazione di deducibilità di cui alla l. n. 549/1995.

Qualora invece le cambiali finanziarie, le obbligazioni ed i titoli similari non siano oggetto di quotazione²⁰, i limiti di deducibilità di cui alla l. n. 549/1995, possono essere disapplicati²¹ unicamente nel caso in cui i titoli medesimi siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'art. 100, d.lgs. n. 58/1998 (TUF)²², che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente e sempre che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

www.sfef.it

Ai fini della qualificazione del socio, la Circolare 4/E del 2013 ha precisato come rilevi, oltre al possesso delle azioni ordinarie, anche il possesso delle azioni speciali ma a condizione che le stesse *conservino gli elementi minimi causali affinché le si possa definire come partecipazioni sociali e non come titoli rappresentativi di rapporti di altra natura*, con la conseguenza di farvi rientrare sia le azioni privilegiate sia quelle postergate che quelle di godimento, nonché le partecipazioni derivanti dal possesso di azioni di cui all'art. 2351 c.c.

Di converso la medesima Circolare ha escluso la rilevanza, ai fini della qualificazione dello status di socio, delle partecipazioni agli utili derivanti da titoli e strumenti finanziari assimilati alle azioni ai sensi dell'articolo 44, co. 2, lett. a), TUIR rispetto ai quali il soggetto sottoscrittore può vantare unicamente diritti patrimoniali o anche amministrativi²³, inidonei ad assicurare lo status di socio essendo emessi a fronte di apporti non imputabili a capitale sociale.

²⁰ Cfr. G. Franson, *Il regime fiscale dei c.d. "mini-bonds"*, cit. 24, correttamente osserva come questa estensione del regime di deducibilità anche ai titoli non quotati appaia poco coerente con il regime di estensione della l. 239 del 1996 ai soli titoli quotati: infatti, osserva l'Autore, se l'intento del legislatore è quello di rendere possibile l'utilizzo delle obbligazioni e dei titoli finanziari da parte delle società non quotate, sarebbe stato più coerente prevedere condizioni simmetriche di applicazione.

²¹ Tali previsioni si applicano alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni ed ai titoli similari emessi a partire dalla data di entrata in vigore del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (vale a dire dal 20 ottobre 2012).

²² Vale a dire agli investitori individuati dal Reg. CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007.

²³ Ovviamente escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

La circolare del 2013 contiene altresì delle precisazioni in ordine alle modalità di calcolo della percentuale del 2 per cento necessaria ad ottenere la qualifica di socio; in particolare, si prevede che si debba tener conto anche delle partecipazioni detenute dai familiari indicati dall'art. 5, co. 5, TUIR, delle partecipazioni indirette, per le quali si deve tener conto del cd. effetto demoltiplicativo²⁴, nonché di quelle possedute per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona.

L'altro requisito richiesto dal comma 8, art. 32, d.l. n. 83/2012 è quello che prevede che il beneficiario effettivo degli interessi delle cambiali finanziarie e dei prestiti obbligazionari sia residente in Italia o altrimenti residente in Stati o territori che scambino regolarmente informazioni con l'Amministrazione finanziaria. Pertanto, così ha chiarito la Circolare 4/E, non si richiede la residenza del beneficiario effettivo in uno Stato *white list*, bensì che la residenza sia localizzata in uno Stato che comunque garantisca un adeguato scambio di informazioni o tramite una convenzione per evitare la doppia imposizione o attraverso uno specifico accordo internazionale (TIEA) ovvero ancora attraverso l'applicazione di disposizioni comunitarie in materia di assistenza amministrativa.

Anche sul concetto di beneficiario effettivo la Circolare 4/E del 2013 ha confermato, (applicando l'approccio *look-through*), come si debba considerare tale il beneficiario finale degli interessi e non anche l'intermediario, l'agente, il delegato ovvero ancora il fiduciario di altri soggetti.

La Circolare, inoltre, non si è limitata a specificare quando le condizioni per la disapplicazione dei limiti di ineducibilità si debbono considerare soddisfatte, ma ha altresì indicato una serie di documenti attraverso cui sarebbe possibile dimostrarne l'effettivo rispetto, in particolare richiamando la delibera di emissione dei titoli, il prospetto di offerta degli stessi o ogni altro documento ad esso equivalente.

Inoltre, a differenza della previsione normativa originaria, si prevede che nel caso di obbligazioni e titoli similari non quotati, la società emittente debba richiedere, non solo al sottoscrittore "originario" del titolo, ma anche a quello successivo acquirente, una certificazione scritta ed in forma libera, da cui risulti lo *status* di investitore qualificato non in possesso di più del 2 per cento del capitale sociale o del patrimonio della società emittente nonché l'attestazione che il beneficiario effettivo dei proventi dei titoli è residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni²⁵.

Qualora le condizioni di cui sopra non dovessero essere soddisfatte (anche per modificazioni di *status* successive), i limiti di cui all'art. 3, comma 115, l. n. 549/1995, torneranno applicabili, eventualmente *pro quota* per la parte inidonea a godere del regime derogatorio²⁶. Per quanto concerne le spese di emissione delle cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari, il comma 13 dell'articolo 32, d.l. n. 83/2012, prevede che le stesse siano deducibili secondo il principio di cassa nell'esercizio in cui sono erogate.

www.sfef.it

²⁴ La Circolare riporta il seguente esempio: l'investitore qualificato "A" sottoscrive obbligazioni della "società emittente"; l'investitore "A" detiene partecipazioni pari al 50 per cento del capitale sociale della Società Alfa; la società Alfa detiene partecipazioni pari al 3 per cento del capitale sociale della "società emittente". In tale ipotesi, la quota di partecipazione indiretta nella "società emittente" posseduta dall'investitore qualificato "A" è pari al 50 per cento del 3 per cento, vale a dire 1,5 per cento. Pertanto a condizione che sussistano le altre condizioni (investitore qualificato e beneficiario effettivo residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni), agli interessi passivi derivanti dai titoli obbligazionari della "società emittente" e posseduti dall'investitore "A", non si applica il limite di deducibilità di cui all'art. 3, co. 115, l. n. 549 del 1995.

²⁵ Per le perplessità di carattere operativo della verifica a tali terzi soggetti, cfr. G. Franson, *Il regime fiscale dei "mini-bonds"*, cit., 25.

²⁶ Cfr. Relazione illustrativa all'art. 36, d.l. n. 179 del 2012.

3. Regime fiscale applicabile agli interessi delle obbligazioni partecipative e subordinate

Ai sensi del comma 24 dell'articolo 32, d.l. n. 83/2012, qualora l'emissione di obbligazioni partecipative preveda anche una clausola di subordinazione e il vincolo a non distribuire capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile di esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente²⁷.

www.sfef.it

Al riguardo, la Circolare 4/E del 2013 ha precisato come ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, la componente variabile debba essere computata in diminuzione del reddito di esercizio di competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente dalla stessa in modo tale da consentire all'emittente di dedurre, in sede di determinazione del reddito d'impresa, anche la remunerazione di tali titoli collegata ai risultati economici della medesima società²⁸.

Inoltre, lo stesso documento di prassi ha confermato come tale previsione, al sussistere delle condizioni relative allo *status* del socio già citate²⁹, deroghi rispetto a quanto previsto da una serie di articoli del TUIR in materia di deducibilità degli interessi.

www.sfef.it

La Circolare del 2013 ha in particolare precisato come la disposizione in commento deroghi a quanto previsto dall'art. 109, co. 1, TUIR³⁰ laddove riconosce la rilevanza della parte variabile della remunerazione quale costo nel periodo d'imposta in cui è prodotto l'utile senza dover attendere l'esercizio in cui si viene a manifestare la corresponsione della remunerazione stessa nonché rispetto a quanto previsto dal successivo comma 9 del medesimo articolo che, alla lett. a) riconosce l'indeducibilità di ogni tipo di remunerazione dovuta su titoli e strumenti finanziari comunque denominati di cui all'art. 44, TUIR per la quota di essi che direttamente o indirettamente comporti la partecipazione ai risultati economici dell'emittente.

Sul tema occorre segnalare come la Circolare non abbia compiuto un passo interpretativo ulteriore e dirimente, non avendo precisato se, con riferimento alle obbligazioni partecipanti, la parte variabile della remunerazione rientri o meno nella regola di deducibilità degli interessi passivi di cui all'art. 96, TUIR; ragioni di carattere logico - sistematico suggerirebbero sul tema un'interpretazione volta all'inapplicabilità dei limiti di deducibilità di cui all'art. 96 TUIR, poiché altrimenti l'agevolazione derivante dalla deroga all'indeducibilità del comma 9, lett. a), TUIR risulterebbe di fatto penalizzata ed incompleta oltre che disincentivante per l'emissione dei *bonds* in commento.

Il comma 24 dell'art. 32, d.l. n. 83 del 2012, inoltre, risulta derogatorio anche rispetto all'articolo 107, co. 4, TUIR che vieta deduzioni per accantonamenti diversi da quelli espressamente considerati dalle disposizioni del TUIR.

²⁷ Sulla ragione di una simile previsione, cfr. G. D'Angelo, M. Piazza, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 settembre 2012, richiamati da G. Franson, *Il regime fiscale dei c.d. "mini-bonds"*, cit, nota 12.

²⁸ Sul tema si rinvia a G. Franson, *Il regime fiscale dei c.d. "mini-bonds"*, cit, nota 21.

²⁹ Anche per le obbligazioni partecipative o subordinate viene richiesto dal comma 24-bis dell'art. 32, d.l. n. 83 del 2012, che le stesse siano state sottoscritte da investitori qualificati di cui all'articolo 100, TUF, che non detengano, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente e sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentano un adeguato scambio di informazioni.

³⁰ Secondo la relazione tecnica al d.l. n. 83 del 2012, il regime di deducibilità così introdotto consisterebbe in una novità trascurabile poiché l'emissione di questi nuovi strumenti si sostituirebbe ai prestiti bancari che sono analogamente interamente deducibili. Secondo la relazione, inoltre, il fatto che tali oneri finanziari non siano costanti nel tempo, in quanto dipendenti dal risultato d'impresa, sposterebbe il profilo temporale dei prelievi e non la loro entità complessiva, inserendo peraltro in questo modo un elemento anticiclico del prelievo fiscale.

4. Regime fiscale dei *project bond*

L'altra novità introdotta dal Decreto Crescita è contenuta nell'articolo 1, d.l. n. 83 del 2012, che ha modificato il regime fiscale applicabile nei confronti delle obbligazioni di progetto emesse dalle società di cui all'articolo 157, d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163, vale a dire dalle società di progetto appositamente costituite in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile, per iniziativa dei soggetti aggiudicatari di concessioni per la realizzazione e/o gestione di infrastrutture o di nuovi servizi di pubblica utilità, nonché dalle società titolari di un contratto di partenariato pubblico-privato ai sensi dell'articolo 3, co. 15-ter, del medesimo decreto legislativo.

Ai sensi dell'articolo 157, è consentito, alle tipologie societarie citate, di emettere obbligazioni e titoli di debito, anche in deroga ai limiti previsti dalla disciplina civilistica, ma a condizione che tali titoli siano sottoscritti da investitori qualificati come definiti dal regolamento di attuazione del TUF e che la successiva circolazione avvenga tra i medesimi soggetti (analogamente a quanto previsto per le cambiali finanziarie e per le obbligazioni partecipative e subordinate).

Dal punto di vista fiscale, gli interessi dei *project bond* sono soggetti allo stesso regime fiscale previsto per i titoli del debito pubblico, con la conseguenza per cui a tali interessi si rende applicabile la disciplina di cui al d.lgs. n. 239/1996.

La Circolare 4/E del 2013 ha al riguardo chiarito che, stante il tenore letterale della norma, l'equiparazione dei *project bond* ai titoli del debito pubblico è riferibile unicamente al trattamento fiscale degli interessi maturati tali strumenti, non potendosi estendere anche a quello degli altri redditi di capitale (ad esempio, ai proventi dei pronti contro termine) né a quello dei redditi diversi di natura finanziaria derivanti dalla cessione o dal rimborso dei *project bond* stessi.

Come già detto, l'art. 1 prevede che nei confronti degli interessi derivanti dalle obbligazioni di progetto non si applichi il limite di deducibilità di cui all'articolo 3, comma 115, l. 28 dicembre 1995, n. 549. Coerentemente la stessa Agenzia, come per altro già osservato in dottrina³¹, ha altresì escluso gli interessi in commento dall'ambito di applicazione dei limiti di deducibilità previsti dall'articolo 96, TUIR per effetto di quanto disposto dal comma 5 del medesimo articolo.

La Circolare dell'Agenzia delle Entrate del 2013 ha altresì sottolineato come il legislatore abbia introdotto, sempre con riferimento ai *project bond*, un regime più favorevole anche dal punto di vista delle imposte indirette prevedendo, al comma 3 dell'art. 1 del Decreto Crescita, che le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate, in relazione alle emissioni delle obbligazioni di progetto, sono soggette alle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa ai sensi del DPR 26 aprile 1986, n. 131 e del d.lgs. 31 ottobre 1990, n. 347. Tale regime fiscale, inoltre si applica anche alle eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni.

Il regime fiscale agevolato per le obbligazioni di progetto è destinato a trovare applicazione nei confronti degli strumenti emessi nei tre anni successivi all'entrata in vigore del decreto; il comma 5 dell'articolo 1 del d.l. n. 83 del 2012, ha tuttavia previsto la possibilità che l'emissione dei *project bond* sia finalizzata al rifinanziamento di debiti precedentemente contratti per la realizzazione dell'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità: in questo caso, ha precisato l'Agenzia delle Entrate, il regime fiscale *de quo* trova applicazione per tutta la durata del prestito obbligazionario.

³¹ Cfr. G. Frasoni, *Il regime fiscale dei c.d. "mini-bond"*, cit. 26.