



CONSORZIO
STUDI E
RICERCHE
FISCALI

GRUPPO
INTESA  SANPAOLO

Alle Società Consorziate

CIRCOLARE INFORMATIVA N. 1/2013
del 22 gennaio 2013

**MODIFICHE ALLA DISCIPLINA DELLE OBBLIGAZIONI E DELLE
CAMBIALI FINANZIARIE EMESSE DALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

*Articolo 32 del D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni nella
L. 7 agosto 2012, n. 134, ed articolo 36 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179,
convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221*

Redatta da:
Nicola Manuti
nicola.manuti@consorziosrf.com
Concetta Lo Porto
concetta.loporto@consorziosrf.com

Consorzio Studi e Ricerche Fiscali
Gruppo Intesa Sanpaolo
Viale dell'Arte, 21
00144 Roma
Tel. 0659593059-2132
E-mail: info@consorziosrf.com
www.consorziosrf.com

Oggetto: MODIFICHE ALLA DISCIPLINA DELLE OBBLIGAZIONI E DELLE CAMBIALI FINANZIARIE EMESSE DALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE - articolo 32 del D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni nella L. 7 agosto 2012, n. 134, ed articolo 36 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221

Indice

Premessa	2
1. Le novità in tema di cambiali finanziarie e le nuove norme fiscali sui titoli di debito delle PMI	5
1.1. Imposte indirette.....	8
1.2. Imposte dirette.....	9
1.2.1 Regime di deducibilità degli interessi passivi in capo agli emittenti.....	12
1.2.2 Regime di imposizione dei proventi in capo all'investitore	17
2. Le norme speciali sulle obbligazioni subordinate e/o partecipative delle PMI.	19

Premessa

Il Governo Monti, con i due decreti legge recanti misure per stimolare la “crescita del Paese” – il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. “Decreto Crescita”, convertito con modificazioni nella legge 7 agosto 2012, n. 134) ed il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221 (c.d. “Decreto Crescita bis”)⁽¹⁾ -, ha modificato sensibilmente il regime civile e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie, favorendo la loro emissione da parte delle imprese domestiche di piccole o medie dimensioni (PMI) allo scopo di dotarle di strumenti di raccolta di capitali di debito utilizzabili in alternativa rispetto alla raccolta dai soci ed al credito bancario oppure in sostituzione di precedenti debiti.

Infatti, nonostante l’ampliamento della gamma degli strumenti cartolari di raccolta del capitale di debito che, dopo la riforma del diritto societario del 2003, sono disponibili per le imprese dotate di personalità giuridica, questi hanno avuto scarsa diffusione presso le PMI. Le cause possono essere molteplici, ma non può negarsi che tra di esse vi siano le normative a tutela di interessi, privati e pubblici, contrapposti rispetto a quelli degli emittenti e degli intermediari finanziari, sulle quali è ora intervenuto il legislatore con soluzioni che, nel cercare una difficile mediazione, ne hanno aumentato il tasso di complessità.

La normativa in commento non è, quindi, rivolta né ai “grandi emittenti” – termine con il quale sono individuate le società già quotate nei mercati regolamentati e che include anche gli emittenti sottoposti a discipline speciali, quali le banche e gli enti pubblici, centrali e locali – né alle “microimprese”⁽²⁾. La sua emanazione fa seguito

¹ La legge di conversione del *Decreto Crescita bis* è stata pubblicata sul S.O. n. 208/L alla G.U. del 18 dicembre 2012.

² In base alla Raccomandazione della Commissione UE 6 maggio 2003, n. 361/2003/CE, GUCE, 20 maggio 2003, L 124, le microimprese, le piccole e le medie imprese vengono definite in funzione del loro organico e del loro fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale. Una microimpresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi 2 milioni di euro (cfr. art. 2, comma 3, Allegato alla Raccomandazione della Commissione UE n. 361/2003). Una piccola impresa è definita come un'impresa il cui organico sia inferiore a 50 persone e il cui fatturato o il totale del bilancio annuale non superi 10 milioni di euro (cfr. art. 2, comma 2, raccomandazione 361/2003/CE). Sono, invece, definite medie imprese quelle il cui organico sia inferiore

alle rinnovate⁽³⁾ istanze provenienti sia dalle PMI sia, più di recente, dal settore finanziario affinché il regime civile e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie fosse modificato, in prospettiva della entrata in vigore di regolamenti più rigorosi per le banche nella erogazione di crediti alle imprese, che non potranno più essere sovvenute dal settore alle precedenti condizioni di remunerazione se non a costo di adeguamenti patrimoniali ed operativi non facilmente sostenibili nell'attuale congiuntura.

Il riferimento è alle disposizioni, anche tributarie, che fino ad oggi venivano derogate per le sole emissioni fatte dai "grandi emittenti" e che costituiscono presidi normativi generali posti a tutela sia dei creditori sociali (cfr. l'art. 2410 del c.c. e, per le S.r.l., il successivo art. 2483) sia del pubblico degli investitori (cfr. l'articolo 11 del testo unico bancario e le relative disposizioni attuative) nonché a tutela degli interessi erariali.

Queste ultime disposizioni tributarie, per le quali le disposizioni commentate nella presente Circolare introducono ulteriori fattispecie in cui non sono applicabili, innanzitutto prevedono, per comprensibili esigenze di gettito e timori di forme di elusione o di arbitraggio attuabili mediante il ricorso a strutture finanziarie più o meno complesse, di difficile individuazione nelle realtà economiche minori, aggravati dell'imposta sul reddito per le PMI emittenti, limitando la deducibilità dei costi ed oneri finanziari sostenuti per emettere e remunerare i titoli al superamento dei "tassi soglia".

Inoltre, per la imposizione dei frutti degli strumenti di debito emessi dalle PMI (interessi cedolari, premi ed altri redditi di capitale, compreso lo scarto di emissione) la normativa di riferimento prevede l'applicazione della ritenuta alla fonte, a titolo

a 250 persone e il cui fatturato non superi 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a 43 milioni di euro (cfr. art. 2, comma 1, allegato alla raccomandazione 361/2003/CEE).

³ La modifica alla disciplina delle cambiali finanziarie contenuta nella L. n.43/1994 era stata oggetto di due precedenti disegni di legge, A.S. 1670 e A.S. 2747, per ampliare i soggetti abilitati alla loro emissione, modificare la durata e consentirne la dematerializzazione. Sul regime fiscale delle cambiali finanziarie interveniva invece unicamente l'A.S. 1670, prevedendo l'applicazione dell'imposta sostitutiva del D.Lgs. n. 239/1996 in luogo della ritenuta dell'art. 26, comma 1 del DPR n. 600/73.

d'acconto quando l'investitore agisce nell'esercizio di impresa commerciale ed a titolo d'imposta negli altri casi, con l'aliquota "unificata" del 20%, salvi i casi in cui è prevista l'imposta sostitutiva di cui al D.Lgs. n. 239 del 1996 limitatamente per gli investitori "nettisti".

La disapplicazione delle predette discipline, sia pure nel rispetto di specifiche condizioni, anche per i titoli delle PMI sia a medio e lungo termine (quali obbligazioni, obbligazioni partecipative e/o subordinate) sia a breve termine (quali le cambiali finanziarie) determina una sostanziale equiparazione rispetto alle obbligazioni emesse dai "grandi emittenti" privati (come detto, banche e società quotate; per i titoli pubblici ed equiparati l'aliquota della imposta sostitutiva è del 12,5%).

Per esigenze espositive, le cambiali finanziarie e le obbligazioni "ordinarie" sono nel seguito trattate separatamente dalle obbligazioni partecipative e/o subordinate, nonostante che la disciplina tributaria ordinaria non contempa distinzioni connesse alla loro qualificazione civilistica e, quindi, le disposizioni introdotte dai decreti legge in commento possano avere una valenza trasversale⁽⁴⁾.

⁴ Il *Decreto Crescita* reca altresì, all'art. 1, disposizioni di favore per i *project bond*. Si tratta di obbligazioni emesse, anche in deroga agli ordinari limiti posti dalla disciplina civilistica (art. 2412 c.c.), da società cd. "di progetto" aventi lo specifico scopo di realizzare e gestire opere infrastrutturali e nuovi servizi di pubblica utilità nonché dalle altre società indicate nell'art. 157 del d.lgs. n. 163 del 2006 (cd. Codice dei contratti pubblici), il cui novero è stato ampliato dal *Decreto Crescita bis*. Per legge, la sottoscrizione dei *project bond* è riservata ai soli investitori "qualificati" (quali fondi pensione, fondi comuni d'investimenti, fondazioni, banche e assicurazioni), cui è anche destinata in via esclusiva la successiva circolazione dei titoli stessi.

L'assenza di un regime fiscale *ad hoc* ha compromesso le emissioni, posto che, nonostante le finalità pubblicistiche perseguite dalle società di progetto, erano comunque applicabili le disposizioni, di indole sostanzialmente antielusiva, valevoli per le obbligazioni emesse da società private e non quotate, meglio descritte nel prosieguo della presente Circolare, riguardanti l'indeducibilità degli interessi passivi eccedenti i tassi "soglia" e la ritenuta alla fonte secondo l'aliquota massima (27%, sostituita a partire dal 2012 da quella del 20%).

Le modifiche introdotte estendono il regime fiscale di favore previsto per i titoli di Stato anche ai *Project bonds*, con conseguente applicazione sui relativi interessi dell'aliquota agevolata del 12,50%; l'equiparazione fiscale ai titoli di Stato dovrebbe altresì comportare la applicazione del regime impositivo previsto dal d.lgs. n. 239 del 1996, con conseguente esclusione dal prelievo per gli investitori qualificati residenti "lordisti" (quali ad esempio società, enti commerciali, fondi comuni e fondi pensione) nonché per i soggetti esteri residenti in Paesi di *white list*. Nel contempo, agli emittenti è espressamente accordato l'esonero dallo specifico regime di indeducibilità per gli interessi dovuti sui *Project bonds* eccedenti i previsti limiti di tasso.

1. Le novità in tema di cambiali finanziarie e le nuove norme fiscali sui titoli di debito delle PMI

La cambiale finanziaria è un titolo di credito i cui attributi giuridici sono quelli tipici delle cambiali (cfr. il RD n. 1669 del 1933) e che, come strumento finanziario che può essere emesso in serie per raccogliere sul mercato capitale di debito a breve termine, è disciplinato dalla Legge n. 43/1994 (nonché, fino al 2005, dal DM 7 ottobre 1994). Le cambiali finanziarie hanno avuto scarsa diffusione nella prassi operativa a causa delle limitazioni previste dalla normativa citata e, in considerazione della stessa, dal CICR (con le deliberazioni del 3 marzo 1994, del 19 luglio 2005 e del 22 febbraio 2006) e dalla Banca d'Italia (Istruzioni di Vigilanza per le banche, Titolo IX, capitolo 2). Segnatamente, l'articolo 1 comma 2 della citata Legge n. 43 stabilisce che le cambiali finanziarie sono assimilate, ad ogni effetto di legge alle cambiali ordinarie e costituiscono titolo esecutivo. Il successivo art. 4 prevede che *"le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento"*.

Le principali criticità erano ravvisabili nella anelasticità della durata (compresa tra 3 e 12 mesi), nella modalità della circolazione (solo mediante girata, seppure senza garanzia, che le rendeva titoli "individuali"), nei limiti quantitativi all'emissione (che erano ricompresi in quelli per l'emissione di obbligazioni) e nelle preclusioni soggettive all'acquisto da parte del "pubblico" (salvo che per gli intermediari sottoposti a vigilanza prudenziale se l'emittente non è quotato).

L'art. 32 del *Decreto Crescita* - nell'intento di mediare la volontà di ampliare l'accesso al pubblico risparmio per le PMI con le esigenze di tutela dei risparmiatori stessi,

Un'ulteriore agevolazione riguarda infine il regime di imposizione indiretta per le eventuali garanzie rilasciate in relazione ai prestiti obbligazionari in esame (e agli atti ad essi connessi), e consiste nell'applicazione delle imposte di registro, ipotecarie e catastali comunque in misura fissa.

Il regime fiscale agevolato sopra descritto trova applicazione, secondo un'apposita disposizione di carattere transitorio contenuta nel provvedimento, soltanto per le obbligazioni emesse nei tre anni successivi alla data di entrata in vigore del *Decreto Crescita* (26 giugno 2012); alle società di progetto viene in ogni caso consentito di rifinanziare con l'emissione di *Project bonds* - fruendo dunque nel triennio in questione delle descritte agevolazioni fiscali - pregressi debiti, prima della scadenza, contratti per la realizzazione di infrastrutture o opere connesse a servizi di pubblica utilità.

senza con ciò rinunciare all'apporto professionale degli intermediari finanziari – modifica le disposizioni sopra richiamate rendendo lo strumento di raccolta a breve termine più simile alle “*commercial paper*” (dette anche “polizze di credito commerciale”) diffuse all'estero (5).

Secondo quanto previsto nei commi 5 e 5-*bis*, le cambiali finanziarie possono ora avere una scadenza compresa tra 1 e 36 mesi; essere emesse da tutte le società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici, ad eccezione delle banche e delle microimprese, pur sempre nel rispetto di taluni vincoli normativi volti a tutelare gli investitori “*retail*”; circolare senza la “girata” se “dematerializzate” (senza con ciò perdere la natura di titolo esecutivo); essere emesse “tenendo conto” del limite quantitativo degli “attivi correnti” del debitore fermo restando che dovrebbero applicarsi i limiti previsti dall'art. 2412 c.c., ove non derogati da norme speciali, e per le stesse cambiali finanziarie dovrebbe valere anche la previsione recata dal comma 26 dell'articolo in commento che, pur facendo riferimento alle obbligazioni, disapplica i predetti limiti quando i titoli sono quotati o convertibili.

Segnatamente, le società e gli enti non quotati possono avvalersi di queste facoltà a condizione che l'emissione sia “*assistita, in qualità di sponsor, da una banca o 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 con succursale costituita nel territorio della Repubblica*” (comma 5). L'assistenza dello *sponsor* non è, tuttavia, richiesta per gli emittenti non quotati che, sulla base di specifici parametri dimensionali, non siano classificabili tra le imprese medie o piccole. In ogni caso, per gli emittenti non quotati è richiesto che l'ultimo bilancio sia stato certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili. In via transitoria, per un periodo di

⁵ Le *commercial paper*, come le cambiali finanziarie, recano la promessa incondizionata di pagare alla scadenza, al portatore delle stesse, l'importo indicato sul titolo. Se emesse in serie o in massa, le c.p. sono titoli simili alle obbligazioni, essendo venute meno, fin dal 1996 (art. 7 del D.L. n. 323/1996, modificativo dell'art. 41, comma 2, lett. c) del TUIR), il requisito della durata non inferiore a 18 mesi, in difetto del quale sarebbero state considerate come “titoli atipici” (cfr. il D.L. n. 512/1983). Le *commercial paper* possono essere emesse in forma di titolo “individuale”, nel qual caso il regime impositivo è quello indicato dall'ultimo comma dell'art. 26 del DPR n. 600 del 1973.

diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione (cioè fino al 12 febbraio 2014), la certificazione del bilancio non è richiesta qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 50% del valore nominale delle cambiali, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio ma, in tali casi, la cambiale non può avere durata superiore a diciotto mesi.

La società finanziaria che sponsorizza l'operazione assiste l'emittente nella creazione e nel collocamento dei titoli e deve altresì ritenere una quota dell'emissione stessa, decrescente con l'aumentare dell'ammontare della stessa.

In virtù del nuovo art. 1-*bis* della L. n. 43/1994, introdotto dal comma 7 dell'art. 32 in commento, le cambiali finanziarie destinate alla quotazione potranno essere emesse anche in forma dematerializzata sulla base di una specifica procedura in base alla quale l'emittente deve rivolgersi a una società autorizzata alla prestazione del servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari.

Quanto alla circolazione tra gli investitori, prenditori o giratari delle cambiali finanziarie emesse da emittenti non quotati possono essere soltanto *“investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitti di interesse”*⁽⁶⁾.

⁶ Come riportano le schede di lettura predisposte dal Senato (novembre 2012, n. 141), sono investitori qualificati quelli così definiti dalla CONSOB. Dai Regolamenti CONSOB (art. 34-ter del regolamento emittenti ed art. 26 regolamento intermediari) si evince che per *“operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 06, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”*.

1.1. Imposte indirette

Il regime fiscale delle cambiali finanziarie ai fini della imposizione indiretta è principalmente contenuto negli artt. 1-bis, introdotto dall'art. 32 del *Decreto Crescita*, e 2 della L. n. 43/1994.

L'art. 1-bis, sopra citato, prevede l'esenzione da imposta di bollo di cui al DPR n. 642/72 per le cambiali finanziarie emesse in forma dematerializzata, ferma restando comunque l'esecutività del titolo. Con l'inciso "*ferma restando comunque l'esecutività del titolo*" si deroga alla disposizione secondo la quale i titoli cambiari "*... se non siano stati regolarmente bollati originariamente, o nel tempo prescritto dalla legge, non hanno la qualità di titolo esecutivo*" (art. 104, c. 1, R.D. 1669/1933) ed all'articolo 20 della legge sul bollo, consentendo al creditore di procedere immediatamente alla notifica del precetto, disponendo di un idoneo titolo esecutivo⁽⁷⁾. Le cambiali finanziarie non emesse in regime di dematerializzazione (e, quindi, su supporto cartaceo) restano assoggettate all'imposta di bollo nella misura dello 0,01% (art. 6, parte I della tariffa di cui all'allegato A del DPR n. 642/1972) (8).

⁷ La formulazione letterale della norma - "*le cambiali emesse ai sensi del presente articolo sono esenti dall'imposta di bollo di cui al decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 642, ferma restando comunque l'esecutività del titolo*" - è, peraltro, molto ampia e potrebbe legittimare persino una interpretazione che dia all'esenzione una valenza assoluta ed oggettiva, estesa anche ai fini dell'imposta di bollo sulle comunicazioni alla clientela di cui all'art. 13 della Tariffa, parte I, allegata al D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 642 (fermo restando che nella "clientela" non sarebbero annoverabili, di regola, gran parte delle categorie degli investitori professionali).

⁸ Non è stato, invece, dettato un regime fiscale speciale per la tassazione delle garanzie che possono o debbono essere approntate per le emissioni di cambiali finanziarie. Pertanto, secondo il diritto comune, le garanzie concesse da imprese verso il pagamento di un corrispettivo rientrano nell'ambito di applicazione dell'Iva ma ricadono nella disciplina di esenzione di cui all'art. 10, n.1 del DPR n. 633/1972; per quelle senza corrispettivo ovvero con corrispettivo ma concesse al debitore da soggetti privati è applicabile l'imposta di registro con l'aliquota dello 0,5%, in termine fisso (art. 6 Tariffa I allegata al DPR n. 131 del 1986) o in caso d'uso se redatte in forma di scambio di corrispondenza (art. 1 Tariffa II). Per le garanzie in forma ipotecaria anche su immobili di proprietà dell'emittente l'imposta è dovuta in misura proporzionale (2%) ai sensi del D.Lgs. n. 347/1990; a tale riguardo, stante l'annotabilità della garanzia ipotecaria sulla cambiale stessa e la circolazione della garanzia tra i prenditori, vi sono dubbi sulla possibilità di attuare questa particolare garanzia in caso di cambiali emesse in regime di dematerializzazione [le garanzie peraltro contemplate al punto g) dell'articolo 1-bis]. Altra tematica di interesse è la coniugabilità della emissione di cambiali finanziarie con l'erogazione di un finanziamento bancario disciplinato dall'art. 15 del DPR n. 601/1973, con conseguente applicabilità del regime sostitutivo dello 0,25%, assorbente rispetto a quello del titolo dematerializzato.

Ai fini dell'Iva, la disciplina fiscale è rimasta invariata. In particolare, ai sensi dell'art. 2 della L. n. 43/1994 le operazioni relative alle cambiali finanziarie sono assoggettate al regime previsto per i prestiti obbligazionari e, pertanto, sono fuori dal campo di applicazione del tributo le emissioni e le relative prestazioni di mandato e di mediazione, ai sensi dell'art. 3, comma 3, lett. b) ed f), del DPR n. 633/1972; l'assimilazione alle obbligazioni comporta inoltre l'applicabilità dell'art. 10, comma 1, n. 4), del DPR n. 633/1972, in base al quale le cessioni sono operazioni che danno luogo a corrispettivi esenti dall'imposta; così come devono ritenersi esenti, ai sensi del successivo n. 9), i compensi per le operazioni di intermediazione relative a quelle aventi ad oggetto le cambiali finanziarie, mentre sono soggette ad iva le remunerazioni per custodia ed amministrazione delle cambiali stesse.

Dubbi possono sussistere, invece, circa il trattamento del compenso dovuto allo *sponsor* per il servizio come tale reso all'emittente, che consta essenzialmente della "assistenza" e del "collocamento" della emissione nonché nel "rating" dell'emittente e nello "scoring" delle garanzie.

Si tratta, evidentemente, di una attività complessa che, tuttavia, appare strettamente funzionale alla raccolta di finanziamenti per l'impresa e, se resa dallo stesso collocatore ai fini dell'espletamento del mandato, dovrebbe potersi classificare, in via accessoria, tra quelle di tipica intermediazione finanziaria menzionate dall'art. 10, n. 9), del DPR n. 633 citato anche se oggetto di corrispettivo specifico.

1.2 Imposte dirette

Le novità fiscali ai fini delle imposte dirette sono di assoluto rilievo e riguardano, tanto per le cambiali finanziarie quanto per le obbligazioni, da un lato il regime di deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti e dall'altro il regime impositivo dei proventi in capo ai sottoscrittori.

Per gli emittenti, l'obiettivo è stato quello di consentire la deducibilità degli oneri finanziari generati dall'emissione di obbligazioni e di cambiali finanziarie secondo i medesimi criteri degli interessi passivi che remunerano i finanziamenti bancari "non cartolarizzati", per i quali rilevano solo i limiti previsti dalla disciplina ordinaria (art. 96 del DPR n. 917/1986 - TUIR) ma non anche quelli posti dalla disciplina speciale in tema di obbligazioni e titoli simili (art. 3, comma 115, L. n. 549 del 1996)⁹).

Con il "nuovo" comma 8 dell'art. 32 del *Decreto Crescita* (come modificato dall'art. 36 del *Decreto Crescita bis*)¹⁰) l'obiettivo è stato realizzato, ma solo in parte, in quanto restano ipotesi, sia pure residuali, di concorso¹¹) tra le due discipline. In base al

⁹ La citata disposizione recita: "se i titoli indicati nel comma 1 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600 sono emessi da società' o enti, diversi dalle banche e dalle società di cui all'articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, il cui capitale e' rappresentato da azioni non negoziate in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis, comma 1, del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero da quote, gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore: 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 che sono inclusi nella lista di cui al citato decreto, 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. Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti di cui al periodo precedente, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili dal reddito di impresa. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze i limiti indicati nel primo periodo possono essere variati tenendo conto dei tassi effettivi di remunerazione delle obbligazioni e dei titoli simili rilevati nei mercati regolamentati italiani. I tassi effettivi di remunerazione sono rilevati avendo riguardo, ove necessario, all'importo e alla durata del prestito nonché alle garanzie prestate".

¹⁰ Il comma 8 dell'art. 32, così come riformulato dall'art. 36 del "Decreto Crescita bis" in sede di conversione, stabilisce ora che "Le disposizioni dell'articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, non si applicano alle cambiali finanziarie nonché alle obbligazioni e titoli simili emessi da società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, a condizione che tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero, nel caso in cui tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili non siano quotati, a condizione che siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 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 sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni. Dette disposizioni si applicano con riferimento alle cambiali finanziarie, alle obbligazioni e ai titoli simili emessi a partire dalla data di entrata in vigore del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179".

¹¹ Il concorso tra la disposizione generale di cui all'art. 96 del TUIR e la disposizione speciale che sancisce la indeducibilità degli interessi passivi di cui all'art.3, comma 115 della L. n. 549/1995 è disciplinato dal comma 6 dell'art. 96 nel senso di applicare prioritariamente la disposizione speciale,

comma 8, le disposizioni da questo recate si applicano solo ai titoli emessi dopo l'entrata in vigore del *Decreto Crescita bis*.

La disciplina della tassazione dei proventi in capo agli investitori, contenuta nel successivo comma 9, è invece mirata a favorire l'afflusso di capitali esteri e, per quelli domestici, a ridurre gli adempimenti fiscali ed i connessi oneri finanziari. Infatti, la disciplina ordinaria – vale a dire l'art. 26, primo comma, del DPR n. 600/1973 dove è stabilito l'obbligo di assoggettare a ritenuta alla fonte del 20% i proventi dei titoli, obbligo che il debitore deve adempiere al momento della maturazione (scadenza) della cedola ancorché non sia stata riscossa dall'obbligazionista ovvero alla data prevista per il pagamento della cambiale - resta applicabile solo alle obbligazioni e cambiali finanziarie "non quotate", e cede il passo al regime di cui al D. Lgs. n. 239 del 1996 per le altre.

Le conseguenze delle modifiche per gli emittenti vanno apprezzate in funzione del presupposto da cui muovono - vale a dire la predetta disciplina speciale limitativa della deducibilità dei relativi interessi, in caso di superamento dei "tassi soglia" - che, tuttavia, per le emissioni di cambiali finanziarie non è pacifico che fosse applicabile. Sul punto, occorre considerare che, al di là della mancanza di un espresso riferimento alle cambiali finanziarie nella disciplina speciale stessa, lo strumento finanziario in questione è sì divenuto, dal 1° luglio 1998, un titolo astrattamente classificabile come simile alle obbligazioni⁽¹²⁾, ma la similarità trova substrato normativo nella delega

concorrendo al computo degli interessi che ricadono nell'ambito della disciplina generale solo quelli residuali. Ai sensi, infatti, del citato c.6 dell'art. 96 " *gli interessi passivi che rilevano ai fini dell'applicazione dell'art. 96 devono essere considerati al netto di quelli indeducibili in modo assoluto*" previsti dall'art. 3, comma 115 in parola (Circolare Agenzia Entrate n. 19/E del 21 aprile 2009).

¹² Con il riordino della tassazione delle attività finanziarie realizzato dal D.lgs. n. 461/1997, entrato in vigore il 1° luglio 1998, fu disposta l'abrogazione della disciplina speciale, che assoggettava i proventi delle cambiali finanziarie al medesimo regime dei proventi delle accettazioni bancarie (ritenuta alla fonte del 15%), menzionandole nella norma recante il regime "generale" della ritenuta alla fonte sui proventi delle obbligazioni e dei titoli simili, di cui all'art. 26, comma 1, del DPR n. 600 del 1973, seppure con l'aliquota ordinaria del 12,5% (così derogando alla regola generale di applicazione della maggiore aliquota del 27% per i titoli aventi durata inferiore a 18 mesi). In particolare, la Relazione tecnica al D.lgs. n. 461/1997 aveva affermato che "per quanto concerne le cambiali finanziarie, nonostante il loro carattere di titoli a breve termine, si è ritenuto opportuno confermare l'aliquota agevolata del 12,50 per cento, considerando sia la loro finalizzazione produttiva sia il fatto che trattasi comunque di titoli emessi in serie e di massa, dunque, destinati alla circolazione sul mercato" ed aveva anche precisato l'applicabilità "a tutti gli strumenti simili o comunque assimilati nel trattamento alle obbligazioni (ad esempio, certificati di

per la riforma del sistema impositivo delle rendite finanziarie e, quindi, in disposizioni emanate dal Governo per disciplinare la tassazione delle reddito di capitale e non anche del reddito d'impresa. In tal senso sembrano deporre le istruzioni al modello UNICO 2001 SC (paragrafo 3.4 delle "novità"). Ulteriore elemento di "diversità" rispetto alle obbligazioni era dato dalla disciplina per gli emittenti, che potevano essere solo società "quotate" o società non quotate i cui bilanci erano in utile da almeno tre esercizi ⁽¹³⁾. Comunque, l'assimilazione delle cambiali finanziarie alle obbligazioni (e ai titoli a queste similari) anche ai fini della disciplina antielusiva in questione va riferita a situazioni "patologiche" poiché per le cambiali finanziarie il novellato articolo 1, comma 2-bis, della legge 13 gennaio 1994 già dispone che esse debbono essere emesse e girate esclusivamente in favore di investitori qualificati che non siano soci della società emittente e, quindi, l'ipotesi normativa non dovrebbe potersi mai realizzare.

1.2.1 Regime di deducibilità degli interessi passivi in capo agli emittenti.

Sulla base del citato comma 8, il regime fiscale dei titoli di debito emessi dalle PMI, che non siano "grandi emittenti", è nettamente diverso ai fini dell'IRES dovuta dalla PMI a seconda che siano da considerarsi "non quotati" o "quotati"

investimento, cambiali finanziarie)" della disciplina antielusiva che, per i proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate, elevava l'aliquota della ritenuta alla fonte al 27% in caso di superamento del "tasso-soglia". La Circolare n. 165/E del 1998 qualificò anch'essa le cambiali finanziarie come "titoli similari alle obbligazioni" e tale affermazione venne successivamente ribadita in altre pronunce ministeriali vertenti sul regime impositivo per gli investitori. Occorre peraltro notare che, dopo l'unificazione dell'aliquota di tassazione delle rendite finanziarie al 20% (ex D.L. n. 138 del 2011), le cambiali finanziarie hanno continuato ad essere menzionate, nel primo comma dell'articolo 26 citato, accanto alle obbligazioni ed ai titoli a queste similari, nonostante che la durata ed il rendimento effettivo delle cambiali finanziarie siano divenuti irrilevanti ai fini della tassazione dei proventi in capo agli investitori, al pari di quanto si verifica per tutti gli "altri" titoli similari alle obbligazioni.

¹³ Gli emittenti non quotati avevano l'obbligo di far assistere l'emissione da una garanzia pari almeno al 50% del suo valore da parte di intermediari bancari o assicurativi e fermo restando il limite di emissione complessivo dato, all'epoca, dal patrimonio netto contabile - cfr. la delibera CICR del 3 marzo 1994, al punto 2.

Si considerano “ non quotati”, oltre a quelli collocati privatamente, anche i titoli che sono negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione o quotati in mercati diversi da quelli, sempre regolamentati, italiani o di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-*bis* del TUIR ⁽¹⁴⁾. Per questi titoli, il comma 115 non si applica solo se ricorrono entrambe le seguenti condizioni:

- 1) i titoli siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 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
- 2) sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Se, invece, i titoli sono quotati nei sistemi o nei mercati indicati nel comma 8, il comma 115 non si applica, chiunque sia il detentore dei titoli, e, ad una prima lettura, non sembra che occorra verificare se il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Per l'analisi delle due ipotesi, volta a determinare le modalità di verifica delle condizioni e le conseguenze per l'emittente ove non si avverino, è opportuno approfondire il significato e la valenza della evocazione del “beneficiario effettivo” dei proventi e del ripristino del regime di indeducibilità allorché non risieda in uno Stato “collaborativo” ai fini dello scambio di informazioni e, prima ancora, ricordare il contenuto della norma antielusiva da disapplicare.

¹⁴Quindi, ad esempio, sono da considerare come non quotati i titoli negoziati: in un mercato non regolamentato italiano o francese; in un mercato regolamentato o meno in Svizzera oppure negli USA. Dubbi vi sono per il mercato islandese, considerato che questo Paese non figura sulla *white list* ma è stato ritenuto “collaborativo” ai fini della riduzione della aliquota della ritenuta alla fonte in uscita sui dividendi domestici (cfr. Circolare dell'Agenzia n. 32 del 2011, par. 2.1).

Il citato comma 115 commina la indeducibilità degli oneri finanziari delle emissioni da parte di tutte le società, eccetto quelle quotate o bancarie, indipendentemente dallo *status* giuridico dell'obbligazionista e/o dalla sua partecipazione nell'emittente – cioè da circostanze riferibili al soggetto detentore dei titoli – ma per il mero superamento dei “tassi soglia”(pari al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi oppure, se i titoli sono “quotati”, pari al doppio del tasso) e limitatamente alla eccedenza. E' altresì previsto che il tasso soglia sia adeguabile in funzione delle circostanze specifiche di ciascuna emissione, sebbene secondo criteri individuati con apposito decreto ministeriale.

Poiché il presupposto è verificato solo con il calcolo del “rendimento effettivo alla data di emissione”, potrebbe ipotizzarsi che la norma intenda contrastare “oggettivamente” l'eccessiva remunerazione del debito - e quindi la trasformazione di utili d'impresa imponibili in costi deducibili – per via del differenziale di aliquota rispetto alla tassazione degli interessi in capo all'obbligazionista. In tal senso, la quotazione o la circolazione dei titoli emessi da PMI solo tra investitori qualificati potrebbe essere intesa come una situazione priva di “pericoli” per l'Erario, vuoi perché l'eventuale superamento del tasso soglia troverebbe ragione nel corretto apprezzamento del merito di credito dell'emittente fatto dagli intermediari e/o dai predetti investitori in sede di collocamento al pubblico/sottoscrizione, e dovrebbe quindi essere inferiore rispetto ad un classico finanziamento bancario, vuoi perché difetterebbe un differenziale di aliquota trattandosi di investitori “professionali” e quindi di detentori che operano, di norma, nell'esercizio di impresa commerciale.

Tornando alla norma in commento, va anche tenuto presente che il significato di “beneficiario effettivo” del reddito in campo tributario non è univoco e, soprattutto, e' da intendere in rapporto funzionale al contesto in cui se ne richiede l'individuazione. Inoltre, la norma stessa non richiede la coincidenza tra beneficiario “apparente” ed “effettivo”, in quanto colpisce le sole emissioni i cui proventi effettivamente confluiscono in Stati non collaborativi, cioè in “paradisi fiscali”.

Va infine osservato che le conseguenze sarebbero equipollenti qualora i titoli fossero detenuti da un soggetto che sia investitore “non qualificato” oppure che sia “qualificato” come investitore ma anche come socio (possedendo più del 2 per cento) e che le conseguenze colpiscono non l’investitore ma l’emittente.

Tanto premesso, siccome apparirebbe alquanto “stravagante” una disposizione che, nel disapplicare parzialmente una disciplina antielusiva, introducesse una ulteriore e diversa causa di elusività (con effetti anche più pregnanti), il comportamento da contrastare dovrebbe essere di aver impedito un controllo da parte del Fisco italiano in merito alla effettiva percezione dei proventi da parte di investitori inquadrabili nella categoria di quelli “qualificati ma non soci”.

Inoltre, siccome per “beneficiario effettivo” si può intendere:

- a) Il soggetto che, per un ordinamento estero, è tassato in quanto possessore del reddito dei titoli, secondo criteri eventualmente divergenti da quelli domestici (ad esempio, il cedente a pronti, anziché il cessionario, per i proventi dei titoli che maturano durante un pronti contro termine o un prestito di titoli); oppure
- b) Il soggetto che non ha assunto alcun obbligo negoziale di trasferire ad altri un flusso finanziario corrispondente a quello ricevuto e commisurato al reddito dei titoli (ad esempio, chi ha una posizione “lunga” in un contratto di swap o chi è unico finanziatore/partecipante/socio di un veicolo estero),

dovrebbe ritenersi che così come, in caso di possesso diretto, assoluto ed esclusivo del titolo, il detentore è colui al quale il provento è fiscalmente imputato, anche il beneficiario effettivo sarebbe da individuare in una accezione “fiscale”, in coerenza con i criteri domestici seguiti per la imputazione soggettiva del reddito di capitale (cfr. la ris. n. 89 del 2012), non considerando beneficiario effettivo chi riceva “*manufactured payments*” non qualificati come redditi di capitale della stessa specie dei proventi dei titoli in esame.

Se, poi, si considera che la sanzione non è un aggravio a carico dell'investitore bensì in una misura a danno del debitore, sembra che la norma questione possa scattare essenzialmente con l'offerta dei titoli ad investitori "sgraditi" a livello internazionale.

E' evidente che, stante l'impossibilità per l'emittente di governare o semplicemente conoscere le transazioni aventi ad oggetto i titoli emessi, una diversa ricostruzione renderebbe di fatto inutile la normativa in esame, essendo preferibile non applicarla rispetto all'alea di accertamenti fiscali basati su ricostruzioni negoziali alle quali sono estranei sia l'emittente (con conseguente aggravio dei costi generati dalla raccolta) sia gli altri investitori (per i quali si aggraverebbe il rischio "creditizio" stante il peggioramento della situazione patrimoniale dell'emittente/debitore). Al più, potrebbe accettarsi che la norma in questione, intesa come strumento di lotta contro i "paradisi fiscali" nei termini sopra esposti, vada riferita anche ai proventi dei titoli quotati e sempre, per i motivi appena detti, limitatamente al mercato primario.

Sembra, quindi, più coerente con l'impianto normativo che la sanzione consista nell'applicazione del comma 115 agli interessi dei soli titoli che siano stati collocati – direttamente o indirettamente – presso investitori residenti o localizzati in *tax haven*, maturati durante il periodo di possesso. Sarebbe altresì coerente che in caso di violazione della disciplina extratributaria dopo l'emissione del prestito cartolarizzato continui a non applicarsi quella tributaria antielusiva, in quanto la società emittente è estranea al circuito dei soggetti tra i quali ha luogo la circolazione del titolo, quotato o non quotato che sia, e comunque, seppure i proventi delle cambiali finanziarie o delle obbligazioni fossero percepiti da un socio, l'effettuazione delle operazioni di emissione e trasferimento dei titoli a "valori di mercato" escluderebbero fenomeni di arbitraggio fiscale o di "travaso" di utili imponibili in capo all'emittente sotto forma di costi (interessi passivi) sottoposti a imposizione più blanda in capo al socio.

Quindi, nonostante le "aperture", l'intera disciplina prevista per gli emittenti "minori" non appare pienamente razionalizzata e, comunque, sarà opportuno corredarla di un'ampia circolare esplicativa da parte dell'Agenzia delle Entrate, per

evitare le incertezze operative ed il rischio di addossare all'emittente una sorta di "responsabilità fiscale oggettiva".

1.2.2 Regime di imposizione dei proventi in capo all'investitore

Come anticipato, il comma 9 dell'art. 32 del *Decreto Crescita* ha sostituito, nell'articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, il comma 1 che ora recita come segue: *"La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, emesse 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'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime"* (l'innesto apportato dal *Decreto Crescita bis* rispetto alla formulazione originaria del comma 9 è evidenziato in grassetto).

La modifica riguarda le cambiali finanziarie, alle quali risulta ora applicabile il regime di esenzione da ritenuta di cui al comma 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, anche nel caso di emittenti non quotati. Si tratta di una modifica per certi versi "obbligata", considerato che la Relazione al primo decreto motivava le novità esplicando che con il *"fine di rendere efficiente anche per gli investitori stranieri la possibilità di sottoscrivere le obbligazioni, allineando la nostra normativa a quella dei principali paesi comunitari, si estende l'esenzione da ritenuta, che il D.Lgs. 239/1996 prevede per le obbligazioni emesse dai cd. "grandi emittenti" (banche e società quotate), anche alle obbligazioni emesse da società di cui al comma 1. Il trattamento fiscale della*

cambiale finanziaria è uniformato a quello delle obbligazioni societarie. In tal modo si rende neutrale la scelta fra diverse tipologie di strumenti di credito: obbligazioni, cambiali finanziarie e prestiti bancari”.

Così completata l’equiparazione tra strumenti di credito, osserviamo che per gli investitori professionali diversi dalle persone fisiche il regime impositivo dei redditi non è sempre totalmente “neutro” a seconda della forma scelta per il finanziamento.

Infatti:

- per i finanziamenti fatti da OICR nonché da enti previdenziali obbligatori, le obbligazioni ed le cambiali finanziarie “non quotate” comportano una duplicazione del prelievo ove si consideri che alla ritenuta applicata dall’emittente si aggiunge il prelievo applicato sul partecipante al momento della liquidazione della prestazione;
- per i finanziamenti fatti da soggetti non residenti in Italia e localizzati in Paesi *white list*, sugli interessi dei prestiti non cartolarizzati resta applicabile la ritenuta alla fonte prevista all’art. 26, u.c., del DPR n. 600/1973, con l’aliquota del 20% eventualmente ridotta in applicazione delle convenzioni contro le doppie imposizioni;
- per i finanziamenti fatti o ricevuti da imprese domestiche industriali o commerciali, il ricorso alle obbligazioni “quotate” risulta più congeniale allorché il prestito infragruppo sia rifinanziato da una banca, consentendo di superare talune criticità connesse all’applicazione dell’art. 96 del TUIR (in tema di interessi passivi)⁽¹⁵⁾ e dell’art. 1 del DL n. 201/2011 (in tema di ACE)⁽¹⁶⁾

¹⁵ Non sono conteggiati tra gli oneri finanziari rilevanti ai fini dell’articolo 96 del TUIR per il venditore “a pronti” quelli corrispondenti ai proventi dei titoli oggetto di operazioni di “pronti contro termine” di raccolta. La limitazione alla deduzione pertanto riguarda la sola componente che esprime lo “scarto prezzi tel quel” (cfr. CM n. 19 del 2009).

¹⁶ Non rientrano tra i finanziamenti che sterilizzano gli aumenti di capitale quelli fatti mediante strumenti cartolarizzati che non sono espressi tra i crediti (art. 10 del DM 14 marzo 2012).

Invero, la “neutralità” dovrebbe rendere non più conveniente il ricorso ad emittenti esteri controllati dalle imprese domestiche, secondo lo schema previsto dal comma 8-*bis* dell’art. 26-*quater* del DPR n. 600 del 1973 (introdotto dal DL n. 98 del 2011). Infatti, si tratta di una disciplina che, oltre ad essere piuttosto onerosa – per la fiscalità diretta (ritenuta del 5%) ed indiretta (imposta di registro dello 0,25%) - richiede pur sempre che, anche tramite informazioni rese dallo Stato del mercato di quotazione, il beneficiario effettivo degli interessi sia potenzialmente individuabile, pena la disapplicazione del regime in discorso.

Infine, pur in mancanza di una norma che la disciplini, la transizione dal vecchio al nuovo regime dovrebbe essere retta dal principio dell’applicazione del D.Lgs. n. 239 ai titoli di nuova emissione (cfr. la CM n. 306 del 1996). A tale riguardo, desta talune perplessità il comma 13 dell’articolo in commento, secondo il quale *“le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli similari di cui all’articolo 1 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, primo comma, sono deducibili nell’esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio”*. E’ auspicabile che tale regola sia applicabile solo alle PMI e solo ai titoli emessi dopo l’entrata in vigore del *Decreto Crescita*. Infatti, l’introduzione di un doppio binario per i grandi emittenti – che, essendo quotati o banche, redigono il bilancio secondo gli IAS ed applicano quindi il criterio del tasso di interesse effettivo – sarebbe non solo inutile ma anche oneroso da attuare modificando le procedure per estrarre il dato, senza considerare che il concetto di “spese di emissione” è alquanto vago e, quindi, esporrebbe gli emittenti a defatiganti rilievi di competenza.

2. Le norme speciali sulle obbligazioni subordinate e/o partecipative delle PMI

Le novità del *Decreto Crescita* in tema di obbligazioni subordinate e/o partecipative intendono promuovere il rafforzamento patrimoniale delle PMI, attraverso la raccolta di capitali che, nel patrimonio dell’emittente, si collocano ad un livello

intermedio tra il debito ed il patrimonio netto. Le obbligazioni in questione, infatti, pur senza attribuire formalmente lo *status* di socio (ed i connessi diritti patrimoniali ed amministrativi), consentono all'investitore di condividere, secondo intensità crescenti, il rischio (e, entro certi limiti, l'iniziativa) imprenditoriale dell'emittente. Tuttavia, la estrema genericità della disciplina civilistica e le penalizzazioni di carattere tributario – non solo quelle generalmente applicabili alle obbligazioni (vedi il par. precedente) ma anche quelle in tema di rapporti *lato sensu* associativi o partecipativi – ne hanno ostacolato l'utilizzo, anche come strumenti che consentono alle imprese di superare temporanee crisi finanziarie.

A quest'ultimo riguardo, la sottoscrizione dei titoli in questione da parte delle banche mediante la "conversione" di pregressi crediti per cassa avrebbe il pregio di non trasformare il rapporto di finanziamento in un apporto all'impresa, in quanto l'obbligo di restituzione verrebbe mantenuto permettendo allo stesso tempo all'impresa finanziata di sospendere i pagamenti per capitale ed interessi originariamente previsti, ed inoltre consentirebbe di remunerare adeguatamente il rischio attraverso la parametrizzazione ai risultati dell'impresa. Sotto il profilo fiscale, date le caratteristiche dei titoli in questione, non si verificherebbe la cessazione del regime impositivo previsto per i crediti dagli articoli 101 e 106 del TUIR e l'attivazione di quello previsto, ai fini IRES, per le partecipazioni al capitale o al patrimonio, a meno che non ne sia richiesta la "conservazione" mediante l'interpello disciplinato dall'articolo 113 del TUIR.

I commi da 19 a 26 dell'art. 32 intervengono sulla norma codicistica che disciplina l'emissione di titoli ibridi nel settore industriale e commerciale(in quanto l'art. 2411 del cod. civ. si limita consentire la loro creazione ma non li disciplina negli specifici contenuti) aggiungendovi specifiche disposizioni di corredo il cui rispetto permette la fruizione dei benefici fiscali⁽¹⁷⁾.

¹⁷ Nel settore bancario, invece, le obbligazioni subordinate sono previste dall'art. 12 del t.u. (D.Lgs. n. 385/1993), il cui comma 7 le rimette alla disciplina della Banca d'Italia, prevedendo che l'emissione possa avvenire sotto forma di obbligazione o di certificato di deposito. Le istruzioni di Vigilanza, a loro volta, indicano i diversi contenuti che possono essere previsti nei regolamenti delle obbligazioni subordinate, per cui tali prestiti cartolarizzati si distinguono in (i) subordinati ordinari, detti Lower Tier

Gli interventi ora effettuati consistono, essenzialmente, nella definizione degli attributi civilistici che qualificano un titolo emesso ai sensi dell'art. 2411 del cod. civ. come vera e propria obbligazione (anziché come un "altro" titolo ai sensi del comma 3 del medesimo articolo), quanto meno agli effetti del trattamento fiscale dei redditi generati in capo all'investitore, e nella previsione di una deroga al generale regime di indeducibilità per l'emittente di proventi corrisposti per la quota che direttamente o indirettamente comporta la partecipazione ai risultati economici dell'emittente stesso, di una società del suo gruppo o di un affare, vale a dire della norma [articolo 109, comma 9, a), TUIR] che, comportando una duplicazione del carico fiscale sulla componente partecipativa (in quanto alla indeducibilità del costo non corrisponde una esenzione o esclusione per l'obbligazionista sul provento, come invece previsto per i dividendi) rendeva antieconomica qualunque emissione del genere.

Nel dettaglio, i principali connotati che i titoli partecipativi in parola devono rivestire, ai fini fiscali, per ricevere l'agevolazione per la deduzione della remunerazione variabile in funzione dei risultati economici dell'emittente prevista dal comma 24 (sempreché i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati - cfr. il comma 24-bis), riguardano:

- a) la durata (comma 19), che non può essere inferiore a 36 mesi (in tal modo si prevengono abusi realizzabili mediante emissioni *ad hoc* per i periodi di maggiore o minore rilevanza sotto il profilo reddituale);
- b) la postergazione (comma 20), che deve essere prevista, in caso di rimborso, rispetto a tutti i creditori della società emittente (il che dà luogo ad un rafforzamento patrimoniale dell'impresa, avendo l'obbligazionista una prelazione al rimborso solo rispetto agli azionisti)

II o anche "passività subordinate" e (ii) subordinati emessi a copertura dei rischi di mercato, detti Tier III o anche "prestiti subordinati di terzo livello". Le obbligazioni partecipative non sono specificamente contemplate ma la loro vicinanza ancora maggiore al capitale di rischio le fa ricomprendere nella categoria degli "strumenti innovativi di capitale", graduati come Upper Tier II (se irredimibili) o titoli Tier I (se dotati di vincoli ancora maggiori al rimborso). Analoga disciplina è prevista per il settore assicurativo. Ai fini tributari, i titoli della specie emessi dai soggetti vigilati sono assimilati alle obbligazioni se emessi nel rispetto della disciplina di settore (art.2, comma 22, DL n. 138 del 2011).

- c) la remunerazione (comma 21), che non può essere integralmente commisurata agli utili ma deve essere composta di una parte “fissa”, non inferiore al tasso ufficiale di riferimento *pro tempore* vigente (in tal modo, viene indirettamente limitata la partecipazione ai risultati economici).

Quanto alla disciplina fiscale, occorre far riferimento al comma 24 che così dispone: “*Qualora l'emissione con clausole partecipative contempli anche la clausola di subordinazione e comporti il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio, la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza, a condizione che il corrispettivo non sia costituito esclusivamente da tale componente variabile. Ad ogni effetto di legge, gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma*”⁽¹⁸⁾.

Per comprendere la portata, anche sistematica, ora rivestita dal comma 24 occorre considerare che, soprattutto ai fini della imposizione diretta, i rapporti di natura finanziaria sono diversamente disciplinati, in funzione dei loro contenuti giuridici ed economici e che il regime applicabile nei riguardi dei veri e propri soci è sempre stato distinto da quello applicabile nei riguardi dei semplici creditori.

Con la riforma del 2004, ai fini IRES, la tassazione della società e quella del socio sono divenute autonome (ne sono esempio l'abrogazione del credito d'imposta, l'esclusione da imposizione dei dividendi e la totale o parziale esenzione delle plusvalenze). Lo spostamento del baricentro impositivo del reddito sull'impresa che lo ha prodotto, ha richiesto che le diverse forme di partecipazione agli utili dell'impresa stessa, tanto esplicite (*equity*) quanto ibride o occulte (*quasi equity*), venissero compiutamente disciplinate, al fine di preservare la base imponibile mediante la indeducibilità della remunerazione dal reddito d'impresa.

¹⁸ Il comma in questione riprende il testo dell'art. 35, comma 3, della legge 5 ottobre 1991, n. 317. Cfr., inoltre, il Decreto ministeriale attuativo 21 ottobre 1992 (“*Disciplina dei prestiti partecipativi relativi alla realizzazione di programmi innovativi e di sviluppo delle piccole imprese*”).

Ferma restando l'indeducibilità degli utili distribuiti ai soci, per gli altri rapporti cartolarizzati, anche in regime di dematerializzazione, occorre fare riferimento a quanto stabilito dall'art. 109, comma 9, lett. a), del TUIR, secondo il quale "*non è deducibile ogni tipo di remunerazione dovuta*" sui titoli e gli strumenti finanziari, comunque denominati, di cui all'art. 44 dello stesso TUIR, *per la quota che direttamente o indirettamente comporta la partecipazione ai risultati economici dell'emittente, di una società del suo gruppo o di un affare.*

Per l'investitore, la disposizione di riferimento è, invece, l'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, secondo la quale si considerano *similari alle azioni* i titoli e gli strumenti finanziari la cui remunerazione è costituita *totalmente* dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente, di una società del suo gruppo o di un affare. Conseguentemente, la stessa remunerazione è assoggettata, in via di principio, al medesimo regime dei veri e propri utili distribuiti ai soci.

Il criterio generale per assimilare al capitale sociale le altre forme di apporto o, comunque, di finanziamento è, dunque, quello del collegamento della remunerazione agli utili, che è stato ritenuto idoneo a consentire la preservazione del reddito dell'emittente da "emorragie" verso l'esterno. Non si tiene, quindi, conto di altri possibili criteri di qualificazione del rapporto, vuoi relativi a diritti di indole patrimoniale - quale la esistenza di un debito di restituzione dell'apporto, la postergazione del debito, la sua "irredimibilità" (nelle diverse accezioni in cui può essere intesa), la convertibilità in capitale, la presenza di opzioni per la sottoscrizione di nuovo capitale, ecc. - vuoi relativi a eventuali diritti di indole amministrativa, essendo comunque escluso il diritto di voto nell'assemblea generale.

Essendo necessario, ai fini della qualificazione del titolo o strumento come "similare alle azioni", che la sua remunerazione sia totalmente costituita dai risultati economici, esula dalla nozione fiscale di *equity* un rapporto con remunerazione "mista", ancorchè la quota variabile risulti minoritaria.

Per l'emittente, la quota variabile risulterà comunque indeducibile, anche perché l'art. 109 cit. fa riferimento ai "*titoli e strumenti finanziari, comunque denominati, di cui*

all'articolo 44" del TUIR. Nella Relazione al D.Lgs. n. 344 del 2003, si menzionavano, a titolo esemplificativo, proprio i prestiti obbligazionari. Pertanto, l'indeducibilità può occorrere qualunque sia l'apporto a fronte del quale i titoli o gli strumenti sono stati emessi e qualunque sia il rapporto giuridico sottostante (di mutuo – anche parziario – o associativo), purché produttivo di redditi di capitale.

Per l'investitore l'asimmetria si genera in quanto la norma definitoria dei rapporti di *equity* (art. 44, comma 2), pur facendo anch'essa riferimento a "titoli e strumenti finanziari", non specifica "comunque denominati". Inoltre, nella Relazione si affermava che la disposizione "*non riguarda gli ordinari contratti indicati nel comma 1, ma solo i titoli e gli altri strumenti finanziari di incerta qualificazione*".

Considerato quanto sopra, la novità recata dal *Decreto Crescita* incide positivamente non solo sull'emittente – che potrà quindi dedurre dalla base imponibile IRES anche la remunerazione legata ai propri risultati economici (il che ha un effetto anche di "stabilizzatore" dell'utile per i soci) – ma anche per l'obbligazionista il quale riceverà il trattamento specifico dei proventi delle obbligazioni, già descritti al capitolo precedente ⁽¹⁹⁾.

Passando ad esaminare le condizioni apposte nel comma 24 per l'applicazione di questo regime, dovrebbe ritenersi che la clausola di subordinazione sia richiesta affinché si consegua il rafforzamento patrimoniale dell'emittente, il che favorisce la creazione di utili d'impresa.

Nello stesso senso potrebbe intendersi anche il "*vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio*" anche se a tale inciso potrebbe

¹⁹ Il meccanismo dell'imposta sostitutiva di cui al D.Lgs. n. 239/1996, attraverso gli «accrediti» e gli «addebiti» al conto unico, mal si adatta a titoli la cui remunerazione sia incerta nell'an e/o nel quantum, e non contempla l'ipotesi di procedere a un loro storno in ragione della sopravvenuta insussistenza del reddito imponibile. Al pari di quanto accade per le obbligazioni strutturate, quindi, anche per i titoli ibridi in esame, sarebbe necessario sospendere l'applicazione del predetto meccanismo finché, in base al regolamento del titolo, l'evento che determina l'obbligo di pagare la cedola non si verifichi irreversibilmente - e ovviamente sia noto all'intermediario secondo le modalità previste dal regolamento - per poi considerare l'intero rateo come istantaneamente maturato in capo a chi possiede il titolo alla data dell'evento.

darsi una diversa valenza, cioè quella di evitare che il “peso” degli obbligazionisti partecipativi (e subordinati) si accresca a causa della diminuzione dei veri e propri soci, con effetti negativi sul gettito erariale perché a parità di utile “lordo” quello residuale dopo aver remunerato detti obbligazionisti sarebbe minore, con evidenti riflessi sulla base imponibile IRES .

Per quanto riguarda invece l’obbligo che *“la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite”* sembrerebbe che l’adempimento contabile richiesto sia funzionale ad esigenze non solo di certezza del costo che la norma consente di dedurre ma anche di individuazione della competenza fiscale, nel senso di attribuzione del costo al periodo d’imposta in cui è prodotto l’utile da cui è tratto, come richiesto dalla norma stessa.

Infine, la previsione secondo la quale *“ad ogni effetto di legge, gli utili netti annuali si considerano depurati da detta somma”* dovrebbe impedire che il regime agevolativo in discorso si cumuli con quello dell’ACE, nel senso che come incremento patrimoniale potenzialmente rilevante ai fini di quest’ultimo istituto sia assunto l’utile al netto della remunerazione spettante agli obbligazionisti partecipativi, ancorché il costo venga imputato direttamente sul patrimonio.

Cordiali saluti

Il Presidente

Aldo Torello



TABELLA RIEPILOGATIVA

	ART. 3, C. 115, L. N. 549	RITENUTA EX ART. 26, C. 1	REGIME EX D. LGS. N. 239/1996	DECORRENZA	DURATA
G.E. – CF E BOND, QUOTATI	NON APPLICABILE	NON APPLICABILE	APPLICABILE SEMPRE	TITOLI IN CIRCOLAZIONE	QUALUNQUE
G.E. – CF E BOND, NON QUOTATI	NON APPLICABILE	NON APPLICABILE	APPLICABILE SEMPRE	TITOLI IN CIRCOLAZIONE	QUALUNQUE
PMI - CF E BOND I.Q., QUOTATI	NON APPLICABILE MAI	NON APPLICABILE	APPLICABILE SU BOND E CF DEMATERIALIZZATE	TITOLI EMESSI DAL 18 OTTOBRE 2012	QUALUNQUE
PMI – CF E BOND I.Q., NON QUOTATI	APPLICABILE SE SOCIO >2% BONDHOLDER	APPLICABILE SEMPRE	NON APPLICABILE	TITOLI EMESSI DAL 18 OTTOBRE 2012	QUALUNQUE
PMI – BOND I. Q. SUBORDIN. E PARTECIPAT.,	APPLICABILE SOLO SU PARTE FISSA	NON APPLICABILE SE BOND SONO QUOTATI	SOLO SE BOND SONO QUOTATI	TITOLI EMESSI DAL 18 OTTOBRE 2012	MINIMO 36 MESI

G.E. = GRANDI EMITTENTI

PMI = ALTRI EMITTENTI

CF = CAMBIALI FINANZIARIE

BOND = OBBLIGAZIONI

BOND I. Q. = OBBLIGAZIONI SOTTOSCRITTE DA INVESTITORI QUALIFICATI CHE NON SIANO SOCI PER IMPORTO > 2%