Obbligazioni subordinate partecipative: aspetti fiscali di uno strumento di mercato

di Davide Cagnoni, Angelo D'Ugo e Alessandro Germani (*)

I decreti che nel corso degli ultimi anni hanno introdotto alcuni strumenti di debito la cui finalità è quella di ridurre la dipendenza delle imprese italiane dal finanziamento di tipo bancario annoverano anche le c.d. obbligazioni subordinate partecipative. Si tratta di uno strumento che accanto alla subordinazione prevede una remunerazione che è in parte legata agli utili dell'emittente. Dal punto di vista fiscale la componente variabile è espressamente considerata deducibile in deroga alla previsione dell'art. 109, comma 9, del T.U.I.R. Resta invece dubbio se tale componente debba essere considerata ai fini del calcolo del ROL per la deducibilità degli interessi passivi *ex* art. 96 del T.U.I.R.

1. Premessa

Il sistema finanziario italiano è tradizionalmente orientato agli intermediari (1). Questo si spiega attraverso molteplici ragioni, principalmente riconducibili al fatto che il tessuto industriale nazionale è per la stragrande maggioranza composto di Piccole Medie Imprese (PMI). È stato, quindi, in primo luogo l'imprenditore a prediligere come *partner* quello bancario, rispetto a forme tradizionalmente più invasive quali possono essere da un lato il mercato (rappresentato dalla quotazione in borsa) e dall'altro il *private equity*.

Da qui lo sviluppo di un sistema orientato agli intermediari soprattutto per ciò che concerne il capitale di credito, con l'intermediario banca in posizione nettamente preponderante.

Alla vigilia della crisi finanziaria del 2008-2009 lo scenario dei mercati globali evidenziava una enorme liquidità, tassi di interesse assai bassi e un eccessivo utilizzo della leva finanziaria. Ciò in quanto era diffusa l'idea fra le banche che le continue operazioni di cartolarizzazione avrebbero permesso di smobilizzare l'enorme credito erogato. La crisi dei mercati finanziari ha invece portato ad un razionamento del credito, accentuato anche dai nuovi *standard* prudenziali stabiliti dal Comitato di Basilea, che hanno richiesto in capo alle banche un monitoraggio molto più stringente del *rating* delle imprese affidate. In questo contesto il legislatore nazionale è intervenuto con l'obiettivo di facilitare il passaggio del sistema finanziario verso un paradigma di mercato. In particolare, per ciò che concerne il capitale di credito, sono stati introdotti **nuovi strumenti finanziari**, quali i *minibond*, le

(*) Dottori commercialisti, Studio GDC *Corporate* & *Tax*, Milano.

(1) I sistemi finanziari si distinguono fra quelli orientati al mercato, di matrice più tipicamente anglosassone e quelli orientati agli intermediari, di matrice più tipicamente continentale. Per una migliore comprensione del fenomeno si veda E. Monti, *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, 2011.

cambiali finanziarie, le obbligazioni partecipative e subordinate, disciplinate da una serie di interventi legislativi (2) (3).
Nel corso della presente trattazione, ci soffermeremo brevemente sugli aspetti civilistici delle **obbligazioni subordinate**, caratterizzate dalla postergazione del credito del portatore del titolo rispetto agli altri creditori e di quelle partecipative, nelle quali parte del corrispettivo è costituito da una partecipazione agli utili dell'impresa.
Successivamente analizzeremo il trattamento fiscale delle **obbligazioni subordinate partecipative**, la cui componente variabile è da considerarsi fiscalmente deducibile sia in deroga all'art. 107 del T.U.I.R. in tema di accantonamenti sia all'art. 109, comma 9, del T.U.I.R., che considera indeducibili le componenti riconducibili a partecipazioni agli utili.
Mentre, particolare aspetto problematico continua a rappresentare la rilevanza che la remunerazione variabile possa avere ai fini del calcolo del ROL per la deducibilità degli interessi passivi *ex* art. 96 del T.U.I.R.

2. Obbligazioni

La disciplina delle obbligazioni è stata innovata radicalmente dalla riforma Vietti del 2003, a seguito della quale, a titolo esemplificativo, sono state introdotte le obbligazioni subordinate e quelle partecipative. Infatti, l'art. 2411, comma 1, c.c. stabilisce che "Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla **soddisfazione dei diritti di altri creditori** della società", introducendo le c.d. obbligazioni subordinate. Il successivo comma 2 dell'articolo stabilisce, invece, che "I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società", disciplinando le obbligazioni partecipative. Mentre il Codice civile detta unicamente regole di carattere generale, lasciando all'autonomia statutaria la definizione precisa di questi strumenti, differente è l'approccio del legislatore nel D.L. n. 83/2012, dove vengono fissati alcuni *standard* precisi.
Queste tipologie di obbligazioni introdotte dal Decreto Crescita possono essere emesse da **società che non emettono strumenti finanziari rappresentativi del capitale** quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione (4).
Pertanto, le società con azioni (o altri strumenti rappresentativi del capitale) quotate sui mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione non possono emettere obbligazioni in base al D.L. n. 83/2012, ma unicamente sulla base dell'art. 2411 c.c. (5).
L'art. 2412 c.c. stabilisce un **limite quantitativo** all'emissione di questi strumenti necessario per bilanciare il rapporto fra il capitale di rischio e l'indebitamento rappresentato dalle obbligazioni. Nello specifico, infatti, il comma 1 dell'articolo dispone che "La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato".
Con riferimento alle **società con azioni quotate in mercati regolamentati**, circa le obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, il vincolo del limite quantitativo di emissione era derogato. La deroga è motivata dal fatto che in ragione della quotazione il giudizio sulla situazione finanziaria dell'emittente viene attribuito direttamente dal mercato, costituendo implicitamente garanzia di attenta verifica. L'art. 32, comma 26, del D.L. n. 83/2012 ha modificato il comma 5 dell'art. 2412 c.c. stabilendo che "I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati

(2) D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012 (c.d. Decreto Crescita); D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012 (c.d. Decreto Crescita-*bis*); D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito in Legge con modificazioni il 21 febbraio 2014 (c.d. Decreto Destinazione Italia) e D.L. 24 giugno 2014, n. 91 convertito in Legge con modificazioni l'11 agosto 2014 (c.d. Decreto Competitività).

(3) Per una trattazione approfondita della disciplina fiscale dei *minibond* si veda A. Germani F. Mariotti, "I *minibond* quale strumento per il finanziamento delle PMI: profili civilistici e fiscali", in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 3/2015, Eutekne.

(4) Art. 32, comma 19, del D.L. n. 83/2012: "Le obbligazioni e i titoli similari 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, possono prevedere clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione, purché con scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi".

(5) Per un'approfondita analisi degli aspetti civilistici delle obbligazioni subordinate e partecipative si veda P. Carrière, "I *minibond* e le 'nuove' obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico", in *Le Società*, n. 2/2014, pag. 183 e V. Canalini, "I c.d. '*mini-bond*' e le 'nuove' obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo", in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 2/2015, pag. 387.

regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni". In questo modo è stata ampliata la possibilità di superare il limite citato, non soltanto quando la società abbia azioni quotate, ma anche quando ad essere quotate siano le sole obbligazioni, nel presupposto che in ogni caso vi sia comunque un giudizio del mercato sull'equilibrio finanziario dell'emittente. Esiste poi una seconda deroga, che riguarda il caso in cui le obbligazioni diano il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni. Si tratta nella fattispecie delle obbligazioni convertibili, ovvero di quegli strumenti che consentono di mutare lo *status* di creditore in azionista della società emittente.

2.1. Obbligazioni subordinate

Come visto in precedenza, le obbligazioni subordinate sono state introdotte nel 2003 nel corpo dell'art. 2411 c.c. Successivamente, il legislatore è nuovamente intervenuto a disciplinare la fattispecie attraverso l'art. 32, comma 19, del D.L. n. 83/2012. Le obbligazioni subordinate possono essere pertanto emesse da **società che non emettono strumenti finanziari rappresentativi del capitale** quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche o dalle microimprese. Il Decreto Crescita fa anche riferimento, accanto alle obbligazioni subordinate, ai c.d. titoli similari. Entrambe le fattispecie devono avere una scadenza iniziale uguale o superiore a 36 mesi. L'art. 32, comma 20, del Decreto specifica in maniera inequivocabile che non può essere prevista in ogni caso una postergazione rispetto ai soci.

2.2. Obbligazioni partecipative

Così come per le obbligazioni subordinate, anche per quelle partecipative accanto alle previsioni codicistiche assistiamo ad una disciplina introdotta *ad hoc* dal Decreto Crescita. Infatti, l'art. 32, comma 21, del D.L. n. 83/2012 stabilisce che la clausola di partecipazione:
- regola la **parte del corrispettivo** spettante al portatore del titolo obbligazionario;
- la commisura al **risultato economico** dell'impresa emittente.

La clausola è costituita da **due componenti**: una **fissa** e l'altra variabile. In relazione alla prima viene stabilito che il tasso di interesse non possa essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento, ovvero al parametro determinato dalla Banca Centrale Europea di rifinanziamento delle altre banche. In merito alla componente **variabile**, invece, viene stabilito che l'emittente versi al finanziatore, entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio, una somma **commisurata al risultato economico** dell'esercizio, nella percentuale indicata all'atto dell'emissione. Questa somma è proporzionale al rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle predette obbligazioni.
Sempre con riferimento alla componente variabile, il successivo comma 22 dell'art. 32 del D.L. n. 83/2012 stabilisce che le **regole di calcolo**:
- sono stabilite all'atto dell'emissione;
- non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione;
- sono dipendenti da elementi oggettivi;
- non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza.

L'art. 32, comma 23, del D.L. n. 83/2012, invece, introduce un principio molto importante, in forza del quale la variabilità del corrispettivo riguarda la **remunerazione dell'investimento** e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione.
Infine, l'art. 32, comma 25, del Decreto stabilisce che la parte variabile del rendimento del titolo non è soggetta alle regole in materia di usura previste dalla legge antiusura (Legge 7 marzo 1996, n. 108), a testimonianza del fatto che l'obiettivo è quello di spingere la diffusione di questo strumento anche mediante remunerazioni più alte rispetto a quelle offerte dal mercato.

3. Aspetti fiscali degli strumenti

3.1. Profili in capo al sottoscrittore e all'emittente

Per quanto concerne il **sottoscrittore**, gli aspetti fiscali di rilievo delle novità riguardanti gli strumenti di debito - comprese le obbligazioni subordinate partecipative - sono contenuti nell'ultimo capoverso dell'art. 32, comma 9, del D.L. n. 83/2012, in base al quale è prevista la possibilità di avvalersi del regime impositivo del D.Lgs. n. 239/1996 per i c.d. **grandi emittenti** (banche e società quotate) in luogo di quello ordinariamente previsto dall'art. 26, comma 1, del D.P.R. n. 600/1973. In virtù di tale previsione, agli interessi delle obbligazioni non si applica la **ritenuta del 26%** prevista dal D.P.R. n. 600/1973 bensì:
- l'imposta sostitutiva con aliquota del 26% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale (c.d. nettista);
- nessun prelievo alla fonte qualora il percipiente sia un'impresa residente in Italia (c.d. lordista) oppure un soggetto residente all'estero in

Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni (6).
Presupposto per l'applicazione del regime di favore è tuttavia il fatto che le obbligazioni e i titoli similari siano negoziati in **mercati regolamentati** o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo che consentono un adeguato scambio di informazioni o, in alternativa, che ricorrano le condizioni previste dal comma 9-*bis* dell'art. 32 del Decreto in presenza di OICR. In assenza di questi presupposti, infatti, continua a trovare applicazione la ritenuta dell'art. 26 del D.P.R. n. 600/1973.
In relazione all'**emittente**, invece, il Decreto Crescita ha introdotto la possibilità di disapplicare la norma prevista dall'art. 3, comma 115, della Legge n. 549/1995 (c.d. Legge Prodi), in base alla quale non era possibile dedurre gli **interessi passivi** per la parte eccedente il doppio del tasso ufficiale di riferimento, per obbligazioni e titoli similari quotati, ovvero il tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per obbligazioni e titoli non quotati.
Conseguentemente, la deducibilità di questi strumenti di debito è stata ricondotta nel **meccanismo classico del ROL** disciplinato dall'art. 96 del T.U.I.R. (7). Sotto questo profilo va notato come la disapplicazione della legge Prodi per tali obbligazioni abbia di fatto anticipato la modifica recentemente estesa a tutti i titoli obbligazionari, operata mediante la specifica abrogazione di tale disposizione particolarmente penalizzante (8).

3.2. Regime fiscale delle obbligazioni subordinate partecipative

L'art. 32, comma 24, del D.L. n. 83/2012 introduce una disciplina fiscale *ad hoc* per le **obbligazioni subordinate partecipative**, ovvero per quei titoli che abbinano alla subordinazione una **remunerazione** che è in parte commisurata agli utili della società emittente. In particolare, questi titoli rispondono alle seguenti caratteristiche:
- deve esservi una clausola di subordinazione;
- deve sussistere il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio;
- il corrispettivo non deve essere costituito esclusivamente dalla componente variabile.

Prima di analizzare la sopra citata disciplina è opportuno soffermarsi sulle disposizioni contenute nell'art. 109, comma 9, del T.U.I.R. in base alle quali risulta **indeducibile** ogni tipo di **remunerazione** dovuta:
a) su **titoli**, **strumenti finanziari** comunque denominati, di cui all'art. 44, per la quota di essa che direttamente o indirettamente comporti la partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale gli strumenti finanziari sono stati emessi;
b) relativamente ai **contratti di associazione in partecipazione** ed a quelli di cui all'art. 2554 c.c. allorché sia previsto un apporto diverso da quello di opere e servizi.
Questa disposizione è stata introdotta dalla riforma Tremonti (D.Lgs. n. 344/2003) per adeguare la disciplina tributaria alle modifiche societarie apportate dalla riforma Vietti (D.Lgs. n. 6/2003). Quest'ultima, infatti, aveva introdotto nuove opportunità di finanziamento, quali gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, difficilmente catalogabili all'interno delle classiche categorie del capitale di rischio e di quello di credito. Poiché questi strumenti sono in grado di consentire una partecipazione agli utili dell'impresa pur non configurandosi come classici conferimenti, il rischio di una distribuzione occulta di utili era apparso elevato. Per questo motivo, quindi, il legislatore ha deciso di assimilare il regime fiscale dei proventi di tali strumenti finanziari a quello delle partecipazio-

(6) Ai sensi del successivo art. 32, comma 9-*bis*, del D.L. n. 83/2012 "La ritenuta di cui all'art. 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari e delle cambiali finanziarie corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio, istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea, il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali titoli e le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. La composizione del patrimonio e la tipologia di investitori deve risultare dal regolamento dell'organismo. La medesima ritenuta non si applica agli interessi e altri proventi corrisposti a società per la cartolarizzazione dei crediti di cui alla Legge 30 aprile 1999, n. 130, emittenti titoli detenuti dai predetti investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 50 per cento in tali obbligazioni, titoli similari o cambiali finanziarie".

(7) La circolare dell'Agenzia delle entrate n. 4/E del 6 marzo 2013 al riguardo aveva chiarito che "In sostanza, nel presupposto che la quotazione costituisca un elemento di garanzia all'emissione meritevole di tutela, agli interessi passivi relativi ai titoli quotati nei predetti mercati non si applica *tout court* - ossia senza necessità di effettuare particolari verifiche - la limitazione speciale alla deducibilità dettata dalla Legge n. 549/1995 e si rendono, invece, applicabili direttamente ed esclusivamente i limiti contenuti nell'art. 96 del T.U.I.R.".

(8) Avvenuta ad opera dell'art. 4, comma 2, del D.Lgs. 14 settembre 2015, n. 147.

ni vere e proprie, riformulando l'art. 109, comma 9, lett. a), del T.U.I.R. (9).
La *ratio* è stata esplicitata anche dalla relazione governativa di accompagnamento dello schema di Decreto approvato con il D.Lgs. n. 344/2003, in base alla quale il legislatore "al fine di evitare la distribuzione occulta di utili sotto forma di interessi o altri proventi indeducibili, ... dispone l'indeducibilità di qualunque forma di remunerazione che venga riconosciuta con riguardo a titoli o a strumenti finanziari comunque denominati".
La disciplina è stata oggetto di ulteriori chiarimenti da parte dell'Agenzia delle entrate nella circolare del 16 giugno 2004, n. 26/E secondo la quale l'art. 44, comma 2, lett. a), del T.U.I.R., estende ai titoli e strumenti finanziari che comportano la partecipazione ai risultati economici di una società o di un affare il medesimo **regime fiscale delle azioni**. Questa assimilazione ha come obiettivo quello di far sì che la remunerazione possa scontare, sia in capo ai percipienti, sia in capo alla società erogante, il medesimo regime fiscale al quale sono soggetti gli utili da partecipazione. La disciplina dell'art. 44 riguardante titoli e strumenti finanziari è poi richiamata dall'art. 109, comma 9, lett. a), del T.U.I.R. che, come chiarito in precedenza, prevede l'indeducibilità della componente legata ai risultati economici dell'emittente (10).
Chiarito il regime di indeducibilità previsto dall'art. 109, comma 9, del T.U.I.R., procediamo ad illustrare le novità introdotte dal Decreto Crescita. Nello specifico, l'art. 32, comma 24, del D.L. n. 83/2012 ha stabilito che per le obbligazioni subordinate partecipative 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**;
- 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.

Come chiarito dall'Agenzia delle entrate nella circolare n. 4/E del 6 marzo 2013, lo speciale regime è connesso alle particolari finalità dello strumento, in quanto "Tale previsione normativa è finalizzata al rafforzamento patrimoniale dell'emittente attraverso la clausola di subordinazione - che definisce i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori della società (ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale) - e la limitazione alla distribuzione del capitale sociale". La citata pronuncia di prassi conferma che la norma:
- consente all'emittente di **dedurre**, in sede di determinazione del reddito d'impresa, anche la **remunerazione** di tali titoli collegata ai **risultati economici** della medesima società;
- va intesa come una **deroga** all'art. 109, comma 9, lett. a), del T.U.I.R. secondo il quale "non è deducibile ogni tipo di remunerazione dovuta" sui titoli e strumenti finanziari comunque denominati di cui all'art. 44 dello stesso T.U.I.R., 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.
Nella circolare l'Agenzia inoltre ribadisce in maniera chiara ed inequivocabile che la norma deroga espressamente all'art. 107, comma 4, del T.U.I.R. in base al quale sono vietate deduzioni per accantonamenti diversi da quelli specificatamente considerati dalle disposizioni del Testo Unico. Un'altra deroga espressa riguarda il **criterio di competenza** *ex* art. 109, comma 1, del T.U.I.R., in quanto viene riconosciuta 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.
L'ultimo chiarimento contenuto nella citata circolare riferito al fatto che il regime dell'art. 24 del Decreto Crescita si applicherebbe a condizione che l'investimento sia effettuato da investitori qualificati e che il beneficiario sia residente in Italia o in Paesi che assicurano lo scambio di in-

(9) M. Leo, *Le imposte sui redditi nel Testo Unico*, Giuffré editore, 2014, pag. 1969.

(10) A tal riguardo la circolare n. 26/E/2004 chiarisce che "il regime di indeducibilità risulta operante:

- per i titoli e strumenti finanziari che, dietro corrispettivo di un apporto di capitale, assicurino una partecipazione 'diretta' o 'indiretta' agli utili, nonché alle perdite delle società che li abbiano emessi;

- per i titoli e strumenti finanziari che, sempre dietro corrispettivo di un apporto di capitale, assicurino una partecipazione 'diretta' o 'indiretta' agli utili, ma non anche alle perdite delle società emittenti;

- per i titoli e strumenti finanziari che assicurino una partecipazione 'diretta' o 'indiretta' agli utili ed alle perdite di una società, dietro apporto di opere e servizi, ovvero senza alcun apporto. A quest'ultimo proposito, si rileva infatti che la lettera a) del comma 9 dell'art. 109 - a differenza di quanto stabilito per i contratti di cui alla successiva lettera b) - considera indeducibile la remunerazione dovuta su strumenti finanziari partecipativi, indipendentemente dalla natura dell'apporto".

formazioni (11), risulta ormai superato, in quanto contenuto nell'art. 8 del Decreto Crescita, oggetto di abrogazione da parte dell'art. 4, comma 3, del D.Lgs. 14 settembre 2015, n. 147 (Decreto internazionalizzazione) (12) (13).

3.3. Irrilevanza della remunerazione variabile ai fini del ROL

Appurato, quindi, che la remunerazione variabile delle obbligazioni subordinate partecipative è fiscalmente deducibile, ci si può domandare se la stessa si configuri o meno come interesse passivo soggetto ai limiti dell'art. 96 del T.U.I.R. (14).
Al riguardo va detto, in generale, che considerare la remunerazione quale componente del ROL - e pertanto assoggettabile alle restrizioni dell'art. 96 del T.U.I.R. - sembrerebbe una conclusione non in linea con lo spirito dei decreti che hanno nel tempo introdotto e disciplinato questi strumenti di debito.
Una prima riflessione può essere compiuta in relazione al *wording* utilizzato dal legislatore, in base al quale la **remunerazione variabile** "è computata **in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza**". In questo senso, infatti, il rischio è quello di non poter rispettare il principio di competenza poiché può accadere che la deduzione venga **rinviata ai futuri esercizi** nel caso in cui non vi sia capienza del ROL, se non addirittura essere destinata a non avvenire mai in caso di costante incapienza del ROL stesso.
Inoltre, da un punto di vista strettamente giuridico, le obbligazioni in questione, non soltanto prevedono una remunerazione che è legata ai risultati dell'emittente, ma anche una **subordinazione rispetto agli altri creditori**. Potrebbe pertanto accadere che le perdite non consentano in futuro il rimborso delle obbligazioni in questione, secondo uno schema che appare tipico dell'associazione in partecipazione con apporto di capitale. Ma se si giunge a tale conclusione non può non evidenziarsi che la disciplina dell'art. 96 del T.U.I.R. è applicabile agli interessi passivi relativi ai contratti di mutuo e non anche ai contratti di associazione in partecipazione (15). Questa conclusione, peraltro, è avallata dalla stessa prassi amministrativa (16).
Più in generale, poi, occorre considerare che le obbligazioni subordinate partecipative, proprio per il fatto stesso di prevedere una remunerazione ancorata ai risultati economici dell'emittente, dovrebbero comportare un **ritorno economico decisamente elevato**. Sotto questo profilo, pertanto, qualora questa componente dovesse essere conteggiata per stabilire la deducibilità degli interessi passivi ai sensi dell'art. 96 del T.U.I.R., è ipotizzabile che la sua misura elevata possa comportare una **parziale** - e accentuata - **indeducibilità** di tali interessi. Questo aspetto sembrerebbe in controtendenza con lo spirito che ha accompagnato, nel tempo, il varo dei decreti di disciplina degli strumenti di debito e dunque poco plausibile. Pertanto, in considerazione del fatto che in Italia si è assistito ad uno sviluppo - di recente sempre maggiore - di tali strumenti e dei c.d. fondi di *private debt*, che investono appunto in strumenti ibridi di capitale di rischio e capitale di credito (17), la conclusione di non considerare queste **remunerazioni come componente del ROL** risponde ad una logica di certo condivisibile, ma necessiterebbe di essere confermata in via ufficiale.

(11) Al riguardo la circolare n. 4/E/2013 riporta il seguente passaggio "La disposizione di cui al comma 24 si applica a condizione che le obbligazioni partecipative che prevedano anche una clausola di subordinazione siano state sottoscritte da investitori qualificati di cui all'art. 100 del 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 consentono un adeguato scambio di informazioni".

(12) Si riporta di seguito il testo previgente dell'art. 8 del D.L. n. 83/2012 (in corsivo la parte di specifico interesse): "Le disposizioni dell'art. 3, comma 115, della Legge 28 dicembre 1995, n. 549, non si applicano alle cambiali finanziarie nonché alle obbligazioni e titoli similari 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 microimprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, a condizione che tali cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli similari 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'art. 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 similari non siano quotati, a condizione che siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'art. 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 similari emessi a partire dalla data di entrata in vigore del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179".

(13) S. Sanna, "Deducibilità degli interessi passivi per le imprese", in *Schede di aggiornamento Eutekne*, febbraio 2016.

(14) G. D'Angelo, M. Piazza, "Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito", in *Il Sole - 24 Ore* del 5 settembre 2012.

(15) In tal senso di veda la circolare Assonime n. 39 del 16 dicembre 2013.

(16) Circolare dell'Agenzia delle entrate n. 19/E del 21 aprile 2009.

(17) Politecnico di Milano - Osservatorio sui *Mini-bond*, *Il* Report *italiano sui* Mini-bond, febbraio 2016.