

I MINIBOND QUALE STRUMENTO PER IL FINANZIAMENTO DELLE PMI: PROFILI CIVILISTICI E FISCALI



Alessandro GERMANI

Partner GDC Corporate & Tax

Francesca MARIOTTI

Direttore Politiche Fiscali di Confindustria

In un sistema finanziario tipicamente orientato agli intermediari, i minibond servono a ridurre il bancocentrismo e passare a un sistema orientato al mercato, anche in relazione al debito. I limiti patrimoniali posti dall'art. 2412 c.c. vengono superati in caso di obbligazioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. Sotto il profilo fiscale, per l'emittente è garantita la deducibilità degli interessi passivi e dei costi di emissione; il sottoscrittore, invece, specie se non residente, può beneficiare dell'esenzione della ritenuta.

1

PREMESSA

Le varie tipologie di obbligazioni, fra le quali si annoverano i cosiddetti *minibond*, costituiscono idonei strumenti di finanziamento rivolti anche all'universo delle piccole e medie imprese. Scopo di tali strumenti è quello di ridurre la cronica dipendenza delle PMI¹ dal canale bancario, favorendo così un sistema finanziario più orientato al mercato. In talu-

ni casi si tratta di strumenti pensati *ex novo*; in altri casi, invece, il legislatore ha operato un mero *restyling* di strumenti già esistenti, cercando di superare i limiti che nel passato ne avevano penalizzato sviluppo e diffusione. In Italia le PMI costituiscono il fulcro del sistema produttivo e, in considerazione della loro ridotta dimensione, le risorse finanziarie a loro disposizione sono limitate e spesso ne condizionano la crescita².

Il ricorso al finanziamento mediante il capi-

1 La definizione di "piccola e media impresa" è di derivazione comunitaria, in quanto la Raccomandazione 2003/361/CE distingue le microimprese dalle PMI, in funzione del loro organico e del fatturato ovvero del loro bilancio totale annuale. In Italia è stata recepita dal decreto del Ministero delle Attività produttive 18.4.2005, che prevede le seguenti distinzioni, definendo: Media Impresa: organico inferiore 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; Piccola Impresa: organico inferiore a 50 persone - fatturato o totale del bilancio annuale non superiore ai 10 milioni di euro; Micro Impresa: organico inferiore a 10 persone - fatturato o totale del bilancio annuale non superiore ai 2 milioni di euro.

2 Cfr. Scheda informativa SBA 2013. Lo Small Business Act for Europe (SBA) è l'iniziativa faro dell'UE a sostegno delle piccole e delle medie imprese (PMI). I dati dello SBA per l'Italia relativi al 2013 fanno registrare una percentuale di

tale di rischio presenta evidenti limiti. Da un lato, infatti, l'autofinanziamento costituito dagli utili dell'esercizio non distribuiti è condizionato dall'andamento aziendale. Dall'altro, l'immissione di *equity* da parte dei soci risente spesso delle loro limitate capacità finanziarie. L'ingresso di terzi con capitale di rischio, per lo più sotto la forma di interventi di *private equity*, è condizionato dalla ritrosia degli imprenditori ad aprire il capitale della propria società ad investitori terzi, con possibilità di perdere o comunque indebolire il controllo.

Storicamente, quindi, le PMI hanno fatto massiccio ricorso al capitale di terzi, segnatamente le banche. Di contro il ricorso diretto al mercato del credito non ha mai costituito una significativa modalità di finanziamento per le medesime. Infatti, le dimensioni notevoli delle tradizionali emissioni obbligazionarie, i costi da sostenere, la difficile valutazione del profilo di rischio dell'emittente e, soprattutto, una normativa fiscale penalizzante hanno sempre tagliato fuori da questo canale di finanziamento le imprese di dimensioni piccole e medie.

Il massiccio ricorso al canale bancario è altresì spiegabile in virtù del tipico modello di proprietà chiusa e familiare della piccola e media impresa italiana; in un contesto del genere, infatti, il ricorso al *partner* bancario, la cui ingerenza nella gestione è assai limitata rispetto, ad esempio, ad un *private equity*, viene privilegiato dall'imprenditore, per via della minor informazione finanziaria richiesta e della limitata ingerenza nella gestione che caratterizzano il partner bancario.

Occorre considerare che questa situazione ha subito un forte stravolgimento a seguito della crisi finanziaria sviluppatasi a livello mondiale a partire dal 2007. Infatti, l'eccesso di li-

quidità aveva determinato un significativo incremento della leva finanziaria in quegli anni; d'altra parte, il forte ricorso alla tecnica della cartolarizzazione ha fatto sì che le banche abbiano ridotto l'attenzione alla qualità del credito erogato, nella errata convinzione che gran parte del credito stesso sarebbe stato in ogni caso smobilizzato attraverso ripetute operazioni di *securitization*.

Sull'evoluzione del credito alle piccole e medie imprese hanno influito anche i nuovi *standard* prudenziali stabiliti dal Comitato di Basilea. Le banche sono infatti chiamate ad analizzare con maggiore profondità la capacità dei clienti di rimborsare i prestiti e le caratteristiche del cliente sono sintetizzate in un *rating*. L'assorbimento del capitale di rischio, inteso come risorsa scarsa e costosa, rischia di determinare una perdita di interesse da parte delle banche verso le PMI ed una maggiore difficoltà da parte di queste ultime, viste per lo più come soggetti opachi e a basso *standing*, ad accedere al credito a prezzi competitivi.

In tale contesto, il legislatore italiano è intervenuto nel tentativo di ridurre la cronica dipendenza delle PMI dal sistema bancario e di promuovere un sistema più orientato al mercato in relazione al capitale di credito. Ciò è avvenuto attraverso una serie di interventi normativi quali i c.d. decreti Crescita³, Crescita *bis*⁴, Destinazione Italia⁵ e Competitività⁶, con i quali, in un orizzonte temporale di due anni, è stata ridisegnata la disciplina relativa agli strumenti finanziari innovativi a disposizione delle piccole e medie imprese italiane.

Da ultimo, non può non segnalarsi la previsione contenuta nello schema del decreto legislativo recante "Misure per la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese"⁷ volta

micro imprese del 94,4%, di piccole imprese del 5% e di medie imprese dello 0,5%, per un totale delle PMI pari al 99,9%, contro una percentuale delle grandi imprese pari allo 0,1%.

3 DL 22.6.2012 n. 83, conv. L. 7.8.2012 n. 134.

4 DL 18.10.2012 n. 179, conv. L. 17.12.2012 n. 221.

5 DL 23.12.2013 n. 145, conv. L. 21.2.2014 n. 43.

6 DL 24.6.2014 n. 91, conv. L. 11.8.2014 n. 116.

7 Si tratta dello schema di decreto legislativo che dà attuazione agli artt. 1 e 12 della legge delega fiscale (L. 11.3.2014 n. 23).

ad abrogare la c.d. Legge Prodi⁸, ultimo vincolo fiscale a carico dell'emittente.

Di seguito l'analisi verrà concentrata in particolare sui cosiddetti *minibond*, con riguardo agli aspetti civilistici e fiscali.

2

PROFILI CIVILISTICI DEI MINIBOND

I *minibond* sono titoli di credito, nello specifico obbligazioni, che possono essere emessi da un'impresa non quotata, il cui principale obiettivo è quello di raccogliere nuove risorse finanziarie, realizzando una diversificazione delle fonti di finanziamento a titolo di debito. In tema di obbligazioni l'art. 2412 comma 1 c.c. stabilisce che *"La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite"*.

Il successivo comma 2 del predetto articolo stabilisce che *"Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali sogget-*

ti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali".

L'art. 32 comma 26 del DL 83/2012 ha invece riformulato il comma 5 dell'art. 2412 c.c., relativo ai limiti all'emissione delle obbligazioni di società azionarie, stabilendo che: *"I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni"*.⁹⁻¹⁰

Confrontando le due versioni del predetto comma 5, si rileva che la vigente versione di fatto continua a prevedere un caso di esenzione rispetto al limite legale dell'indebitamento, ma viene ampliata sia la categoria di soggetti che ne possono beneficiare sia le tipologie di obbligazioni esenti da tale limite¹¹. Infatti, rispetto alla previgente formulazione, che consentiva il superamento del limite legale solo in presenza di società con azioni quotate in mercati regolamentati e solo per le obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, la nuova formulazione del comma 5 amplia notevolmente la

8 Art. 3 co.115 della L. 28.12.1995 n. 549.

9 Come emerge dalla Relazione illustrativa al DL 83/2012 *"Le disposizioni contenute nell'articolo intendono semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando infine le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale. L'obiettivo del provvedimento è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei. L'introduzione della nuova regolamentazione Basilea III determina un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia. Il mutamento delle regole di «welfare», con il passaggio a sistemi previdenziali contributivi, preme per un aumento strutturale della propensione al risparmio a fini pensionistici integrativi, con domanda d'investimento correlata. Con le seguenti norme si mira ad aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento, per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine (previdenza, accumulazione, investimento) verso il sistema produttivo delle PMI nazionali. I beneficiari, definiti dal comma 1, sono le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione diverse dalle micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003"*.

10 Il testo precedentemente in vigore era il seguente: *"Il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati"*.

11 Studio Consiglio Nazionale del Notariato 9.5.2014 n. 143-2014/I.

platea dei destinatari. Oltre al venir meno del requisito coincidente con la circostanza che l'emittente sia una società con azioni quotate in mercati regolamentati, le caratteristiche oggettive vengono ampliate nei seguenti casi:

- obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multi-laterali di negoziazione;
- obbligazioni che danno diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni.

Come è inoltre possibile notare, il legislatore ha disciplinato questi nuovi strumenti finanziari per le imprese nell'ambito dell'art. 32 del DL 83/2012, ma ha di fatto anteposto i profili fiscali a quelli civilistici, che sono contenuti soltanto nell'ultimo comma del predetto articolo¹².

3

PROFILI FISCALI DEI MINIBOND

Il DL 83/2012 in particolare, e in parte anche i decreti successivi, sono intervenuti a rimuovere le principali criticità del regime fiscale che avevano in passato ostacolato l'emissione dei titoli obbligazionari in capo alle PMI, consentendo quindi a queste ultime di beneficiare di misure fiscali meno penalizzanti, a condizione che l'emissione obbligazionaria sia quotata. Di seguito si analizzano le specifiche misure contenute negli interventi normativi, fornendo un quadro di raffronto con il regime previgente finalizzato ad individuare gli spunti di maggior interesse in un'ottica di sempre maggiore fruibilità di questi nuovi strumenti di finanziamento delle imprese.

Regime fiscale in capo ai sottoscrittori

Regime previgente

Il regime fiscale antecedente all'entrata in vigore del DL 13.8.2011 n. 138, che ha unificato l'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, stabiliva all'art. 26 del DPR 600/1973 un obbligo di ritenuta in capo ai sostituti di imposta mediante applicazione di una ritenuta del 27%, che era ridotta al 12,50% per le obbligazioni e titoli similari di durata non inferiore a diciotto mesi e per le cambiali finanziarie, emessi da società ed enti, diversi dalle banche e dalle società con azioni negoziate in mercati di Stati membri della UE o aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo (SEE) inclusi nella lista degli Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni¹³. A seguito dell'intervento operato dall'art. 2 comma 6 del DL 138/2011, vi è stata l'unificazione al 20% dell'aliquota delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale disciplinati dall'art. 44 del TUIR. Pertanto, gli interessi e gli altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli similari emessi da sostituti di imposta diversi dai grandi emittenti privati residenti non sono più soggetti a ritenuta con aliquote differenziate sulla base della durata e del tasso di rendimento effettivo; inoltre, è stato abrogato il prelievo del 20% in caso di rimborso anticipato.

Il regime dell'imposta sostitutiva disciplinato dal DLgs. 1.4.1996 n. 239 si applicava invece soltanto agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari emessi dai grandi emittenti privati (banche, società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati

12 Cfr. in tal senso Carrière P. "I minibond e le «nuove» obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico", *Le Società*, 2014, p. 183.

13 La minore aliquota era consentita a condizione che il tasso di rendimento effettivo non risultasse superiore: al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni e i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati sopra citati o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento dell'emissione; al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni ed i titoli similari diversi dai precedenti. Era altresì previsto che nel caso in cui il rimborso delle obbligazioni e titoli similari con scadenza inferiore a diciotto mesi avesse luogo prima di tale scadenza, sugli interessi e altri proventi maturati fino al momento dell'anticipato rimborso l'emittente dovesse corrispondere una somma pari al 20%.

di Stati comunitari e Stati aderenti allo Spazio economico europeo inclusi nella *white list* ed enti pubblici trasformati in società per azioni). Tale decreto prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva – prima del 20% e attualmente del 26%¹⁴ – soltanto nei confronti dei percettori nettisti (vale a dire le persone fisiche, i soggetti dell'art. 5 del TUIR ad eccezione delle società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, gli enti non commerciali, i soggetti esenti dall'imposta sul reddito delle persone giuridiche) e l'erogazione dei proventi al lordo per i cosiddetti soggetti lordisti (ovvero i soggetti diversi dai nettisti)¹⁵. Inoltre, il DLgs. 239/1996 prevede l'importante estensione del regime di esenzione da imposta sostitutiva anche in capo ai soggetti non residenti¹⁶.

Regime attuale

L'art. 32 comma 9 del DL 83/2012 ha esteso il regime fiscale dei titoli obbligazionari disciplinato dal DLgs. 239/1996 anche alle società per azioni con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione nonché alle società non quotate le cui obbligazioni e titoli simili siano negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Tecnicamente, infatti, è stata disposta la modifica dell'art. 1 comma 1 del DLgs. 239/1996 nella maniera che 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 nego-*

ziazione 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". Pertanto l'ultimo capoverso del comma 1 dell'art. 1 del DLgs. 239/1996, come modificato dall'art. 32 comma 9 del DL 83/2012, **introduce l'esenzione della ritenuta del 26% in caso di emissione di minibond da parte di società che non corrispondono alla categoria dei grandi emittenti, a condizione che questi titoli siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.**

L'inclusione di questi titoli nell'ambito della disciplina del DLgs. 239/1996 si applica a quelli emessi a decorrere dalla data di entrata in vigore del DL 83/2012, ovvero dal **26 giugno 2012**. Occorre invece notare che la ritenuta dell'art. 26 del DPR 600/1973 resta comunque applicabile nei casi di obbligazioni e titoli similari non quotati emessi da società con azioni non negoziate nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Va anche detto che per la prima volta vengono equiparati ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione, esercitati da imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. Tali sistemi sono

14 Modificata dall'art. 3 co. 1 del DL 24.4.2014 n. 66, conv., con mod., L. 23.6.2014 n. 89.

15 Cfr. circolare Agenzia Entrate 6.3.2013 n. 4.

16 L'art. 6 co. 1 del DLgs. 239/1996 stabilisce che: *"Non sono soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari di cui all'articolo 2, comma 1, percepiti da soggetti residenti in Stati o territori 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. Non sono altresì soggetti ad imposizione gli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari percepiti da: a) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia; b) gli investitori istituzionali esteri, ancorchè privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi di cui al primo periodo; c) Banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato".*

autorizzati dalla CONSOB e l'elenco aggiornato dei medesimi è disponibile sul sito internet dell'Esma¹⁷.

In base a queste rilevanti modifiche normative, gli interessi relativi ai cosiddetti *minibond* e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 26%, ai sensi dell'art. 26 del DPR 600/1973 ma sono anch'essi assoggettati al regime dei titoli dei c.d. grandi emittenti disciplinato dal DLgs. 239/1996. Conseguentemente:

- verrà applicata un'imposta sostitutiva con aliquota del 26% se il percipiente è una persona fisica o un ente o società non commerciale (c.d. nettista),
- ovvero l'erogazione senza alcun prelievo alla fonte sia quando il percipiente è una impresa – società o ente commerciale – residente in Italia (c.d. lordista), sia quando il percettore è un soggetto residente all'estero ma in un Paese *white list*.

Questo beneficio riduce il carico di adempimenti sia per l'emittente sia per il sottoscrittore; inoltre dovrebbe essere in grado di veicolare un maggior afflusso di capitali dall'estero¹⁸.

In questo contesto, si inserisce l'ulteriore modifica normativa introdotta dall'art. 21 comma 1 del DL 24.6.2014 n. 91. Esso, infatti, ha modificato l'art. 1 comma 1 del DLgs. 239/1996, **estendendo l'esenzione dalla ritenuta anche al caso di obbligazioni e titoli simili e cambiali finanziarie che non siano negoziati, purché siano detenuti da uno o più investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del DLgs. 58/1998**. Come indicato nei lavori del Senato¹⁹ per l'approvazione del decreto legge in questione, questa misura è destinata ad agevolare

le operazioni cosiddette di *private placement*, ampiamente diffuse nei mercati internazionali. Il successivo comma 2 dell'art. 21 del DL 91/2014 ha modificato il comma 9-*bis*²⁰ dell'art. 32 del DL 83/2012 prevedendo che "*La ritenuta di cui all'articolo 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 simili 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'articolo 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 simili o cambiali finanziarie*". Pertanto è prevista la disapplicazione della ritenuta alla fonte per i proventi percepiti da OICR istituiti in Italia o in uno Stato membro dell'Unione europea, a condizione che il loro patrimonio sia investito per oltre il 50% nei suddetti titoli e le quote di tali organismi siano detenute esclusivamente da investitori qualificati. Inoltre, come chiarito nel comunicato congiunto dei Ministeri dello Sviluppo economico e dell'Economia e delle Fi-

17 <http://mifiddatabase.esma.europa.eu>.

18 Cfr. in tal senso circolare Assonime 16.12.2013 n. 39.

19 Cfr. A.S. 1541: "*Conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea*" consultabile su www.senato.it.

20 Tale disposizione, poi modificata dal DL 91/2014, era stata introdotta originariamente dal DL 23.12.2013 n. 145, nella seguente formulazione "*La ritenuta del 20 per cento di cui all'articolo 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, corrisposti a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e il cui patrimonio sia investito prevalentemente in tali obbligazioni, titoli o cambiali finanziarie*".

nanze²¹, tale misura è finalizzata all'estensione della disapplicazione della ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e dei titoli similari corrisposti alle società di cartolarizzazione che li sottoscrivono, allo scopo di eliminare una residua asimmetria di trattamento fiscale in capo alle suddette operazioni di cartolarizzazione.

Deducibilità in capo al soggetto emittente

Regime previgente

Prima dell'introduzione del DL 83/2012 il regime fiscale in capo all'emittente di obbligazioni era disciplinato dalle regole ordinariamente previste dall'art. 96 del TUIR, al netto di quelli indeducibili in modo assoluto per effetto di specifiche disposizioni delle quali resta ferma l'applicabilità in via prioritaria²². In particolare, in relazione agli interessi derivanti da prestiti obbligazionari vigeva la limitazione prevista dall'art. 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549²³. Tale disposizione, che limita la deducibilità degli interessi passivi sulla base dei parametri di rendimento del prestito obbligazionario, non si applica agli interessi passivi relativi alle obbligazioni e titoli similari emessi dai c.d. grandi emittenti, i quali restano soggetti esclusivamente alle regole fissate dall'art. 96 del TUIR.

Regime attuale

L'art. 32 comma 8 del DL 83/2012 prevede che

la specifica indeducibilità stabilita dall'art. 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549 non si applichi alle cambiali finanziarie e ai *mini-bond*. In particolare, con riferimento al soggetto emittente, la norma prevede che si tratti di soggetti con azioni non quotate, diverse dalle banche e dalle microimprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6.5.2003²⁴. Essa tuttavia introduce **due condizioni alternative** che debbono essere soddisfatte per non incorrere nella speciale indeducibilità prevista dalla L. 549/1995.

La prima condizione consiste nel fatto che questi titoli obbligazionari siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi dell'Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *white list*. In questo senso, il legislatore ha previsto che la condizione della quotazione costituisca un elemento di garanzia che consente di beneficiare della disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995, senza dover effettuare altre verifiche; in tal caso si applicano soltanto i limiti alla deducibilità degli interessi passivi stabiliti dall'art. 96 del TUIR.

Come chiarito al riguardo dall'Agenzia delle Entrate con la circolare 6.3.2013 n. 4:

- il requisito della quotazione deve essere verificato al momento dell'emissione delle obbligazioni, dei titoli similari e delle cambiali finanziarie²⁵;
- qualora, in un momento successivo all'emis-

21 Presentazione MISE-MEF del 18.6.2014 consultabile sul sito www.governo.it.

22 L'art. 96 del TUIR prevede la deducibilità degli interessi passivi, al netto di quelli attivi e dei proventi assimilati, nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL), consistente nella differenza fra il valore e i costi della produzione previsti dalle lett. A) e B) dell'art. 2425 c.c., con esclusione delle poste previste al n. 10, lett. a) e b), e dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali.

23 Tale normativa prevedeva la deducibilità degli interessi a condizione che, al momento dell'emissione, il tasso di rendimento non fosse superiore: al doppio del tasso ufficiale di riferimento applicato su obbligazioni e titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli stati membri dell'UE e degli stati aderenti all'accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white list*; al tasso ufficiale di riferimento, aumentato di due terzi, applicato alle obbligazioni e ai titoli similari diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse stato superiore ai limiti sopra descritti, gli interessi passivi eccedenti tali limiti erano indeducibili dal reddito d'impresa.

24 Si definisce micro-impresa quella che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure possiede un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

25 Ciò in analogia a quanto precisato con riferimento al requisito della quotazione delle azioni delle società per azioni contenuto nella circolare Min. Finanze 23.12.1996 n. 306.

sione di tali titoli, gli stessi perdano il requisito della quotazione (*delisting*), agli interessi e agli altri proventi da essi derivanti continuerà ad applicarsi il regime di deducibilità di cui all'art. 96 del TUIR e non la limitazione speciale alla deducibilità dettata dalla L. 549/1995.

La seconda condizione subentra invece nel caso in cui le cambiali finanziarie, le obbligazioni e i titoli similari non siano quotati; in tal caso la disapplicazione dei limiti di deducibilità stabiliti dalla L. 549/1995 è possibile al verificarsi di tutte le seguenti condizioni:

- gli strumenti finanziari siano detenuti da investitori qualificati, come definiti ai sensi dell'art. 100 del DLgs. 58/1998 (TUF)²⁶;
- tali investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie e per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente;
- il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Il limite del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente è stato peraltro inserito allo scopo di evitare un'attribuzione di interessi che mascheri dividendi e, più in generale, un fenomeno di erosione dell'imponibile societario.

Per quanto concerne la qualificazione del so-

cio rileva tanto il possesso delle azioni ordinarie quanto di quelle speciali (azioni privilegiate, postergate, di godimento, prive del diritto di voto o con voto limitato o subordinato)²⁷.

Con riferimento al beneficiario effettivo, la condizione richiesta è quella di una localizzazione del medesimo in un Paese di residenza che consenta un adeguato scambio di informazioni²⁸. Il percettore degli interessi si qualifica come beneficiario effettivo quando riceve i flussi come beneficiario finale e non come intermediario, agente, delegato o fiduciario di altri soggetti²⁹. Secondo la prescritta disciplina, l'emittente dovrà, allo scopo di dedurre gli interessi passivi, verificare la presenza delle tre condizioni in precedenza esaminate, acquisendo apposita certificazione del sottoscrittore o del successivo acquirente, nella quale costui attesti di possedere tutte le condizioni richieste dall'art. 32 comma 8 del DL 83/2012 per la disapplicazione della limitazione alla deducibilità degli interessi prevista dall'art. 3 comma 115 della L. 549/1995. Tale limitazione resta valida in relazione ai titoli sottoscritti dai soggetti che non rispettano le citate condizioni e per quelli emessi dalle micro imprese. Infine, come chiarito nella relazione all'art. 36 del DL 179/2012, **l'eventuale indeducibilità si applica soltanto pro quota**, in relazione agli interessi dei titoli detenuti da investitori non qualificati o da soci che partecipano al capitale o al patrimonio in misura superiore al

26 Come individuati dalla CONSOB con regolamento 29.10.2007 n. 16190.

27 Come chiarito dall'Agenzia delle Entrate nella circolare n. 4/2013. Nell'occasione l'Amministrazione finanziaria ha altresì chiarito che per il calcolo della percentuale di partecipazione si deve tener conto dell'effetto demoltiplicativo. Ciò è stato illustrato con il seguente esempio:

- investitore qualificato A sottoscrive obbligazioni della società emittente;
- investitore A detiene partecipazioni pari al 50% del capitale sociale della società Alfa;
- società Alfa detiene partecipazioni pari al 3% del capitale sociale della società emittente.

In tale ipotesi la quota di partecipazione indiretta nella società emittente posseduta dall'investitore qualificato A è pari al 50% del 3%, vale a dire 1,5%.

28 Come chiarito sempre dalla circolare Agenzia Entrate n. 4/2013 ciò trova spazio in presenza di una convenzione per evitare la doppia imposizione o uno specifico accordo internazionale (ad esempio un *tax information exchange agreement* - TIEA).

29 Come chiarito nella circolare Agenzia Entrate 2.11.2005 n. 47, affinché possa considerarsi beneficiario effettivo, occorre che il soggetto che percepisce gli interessi tragga un proprio beneficio economico dall'operazione di finanziamento posta in essere e che, quindi, non possa considerarsi come mero "veicolo" attraverso cui i flussi di reddito conseguiti si limitano a "transitare" in favore di altri soggetti.

2% e/o agli interessi il cui beneficiario effettivo non sia residente in Italia o in uno Stato o territorio che consente un adeguato scambio di informazioni, maturati durante il periodo di possesso, e non a tutti i titoli emessi.

Per l'emittente tali novità si applicano ai titoli emessi a partire dalla data di entrata in vigore del DL 179/2012 (20 ottobre 2012)³⁰.

Come anticipato in premessa, tuttavia, la complessa disciplina appena descritta è, al momento, oggetto di un completo ed opportuno riesame da parte del legislatore.

Infatti, il comma 2 dell'art. 4 dello schema di decreto legislativo recante "Misure per la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese" (Atto Camera n. 161)³¹, dispone l'abrogazione dell'art. 3 comma 115 della L. 28.12.1995 n. 549.

Si tratta di una disposizione assai favorevole che certamente consentirà il pieno sviluppo degli strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario, con ricadute positive sulla liquidità delle imprese e sulla loro capacità di investimento.

Deducibilità dei costi di emissione

In relazione alle spese sostenute per l'emissione delle obbligazioni, l'art. 32 comma 13 del DL 83/2012 stabilisce che **tali spese sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.**

La circolare n. 4/2013 aveva già chiarito che nel caso specifico vale il principio di cassa. Come ribadito dalla stessa Agenzia delle Entrate con la circolare 26.9.2014 n. 29:

- tale disposizione attribuisce la rilevanza fiscale di tali oneri secondo il principio di cassa, indipendentemente dall'imputazione a Conto economico, consentendo, quindi, di dedurre le spese in questione in via anticipata;
- la norma non intende però superare in

modo assoluto il criterio generale di deducibilità per competenza delle suddette spese di emissione, seguendo la ripartizione contabile effettuata in più esercizi e lungo la durata dell'operazione di finanziamento;

- la deducibilità per cassa delle spese di emissione dei titoli obbligazionari, titoli similari e delle cambiali finanziarie, va infatti considerata una facoltà e non un obbligo, in linea con la *ratio* di natura agevolativa che caratterizza l'intero "decreto Crescita".

Come chiarito anche da Assonime nella circolare n. 39/2013:

- si tratta di un beneficio, in quanto i principi contabili normalmente prevedono una ripartizione degli oneri di emissione in più esercizi e lungo la durata dell'operazione di finanziamento;
- la rilevanza fiscale attribuita a questi oneri secondo il principio di cassa, indipendentemente dall'imputazione a Conto economico, dunque, consente di dedurre gli oneri in questione in via anticipata.

4

CONCLUSIONI

Nel corso del presente lavoro sono stati analizzati gli aspetti civilistici e quelli fiscali introdotti recentemente allo scopo di consentire lo sviluppo dei cosiddetti *minibond*, ovvero le obbligazioni riservate alle PMI. Ciò risponde all'esigenza di superare il bancocentrismo che caratterizza le piccole e medie imprese in Italia, per favorire invece lo sviluppo del capitale di credito secondo la logica di un sistema finanziario orientato al mercato.

Da questo punto di vista si può affermare che il legislatore, tanto sotto il profilo civilistico quanto sotto quello fiscale, ha cercato di porre le condizioni per lo sviluppo di questi stru-

30 Come evidenziato anche da Assonime nella citata circolare n. 39/2013, le novità presentano una decorrenza differenziata per ciò che riguarda l'emittente e il sottoscrittore.

31 Al momento della chiusura del presente articolo lo schema di decreto legislativo è presso l'esame delle Commissioni Finanze della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica chiamate a rilasciare apposito parere.

menti di finanziamento alternativi attraverso una serie di decreti che dal 2012 al 2014 si sono susseguiti.

In particolare, dal punto di vista fiscale il regime proprio dei grandi emittenti, che non prevede alcuna ritenuta alla fonte in presenza di soggetti lordisti e di investitori esteri residenti in Paesi appartenenti alla *white list*, ha notevolmente migliorato le condizioni per i sottoscrittori. A ciò si aggiungano le ulteriori modifiche apportate dal decreto Competitività del 2014 a vantaggio degli OICR che investono in *minibond* e delle società di cartolarizzazione, oltre che dei *private placements*. Dal lato degli emittenti il vantaggio innegabile è stato il superamento della L. 549/1995, che penalizzava fortemente le emissioni obbligazionarie delle PMI; a ciò si aggiunga la possibilità di dedurre per cassa i costi connessi alla emissione dei titoli.

Alla luce di tutto ciò, lo sviluppo effettivo dei *minibond* dipenderà dalla reale possibilità di far decollare questo mercato. Al di là della quotazione dei titoli sul segmento ExtraMOT PRO attivo dall'11 febbraio 2013, sarebbe necessario anche lo sviluppo di un mercato secondario, che garantirebbe la liquidità di questi titoli. Si registra anche un intervento di impulso da parte di Cassa Depositi e Prestiti per il tramite del Fondo Italiano di Investimento, quantificabile in 250 milioni messi a disposizione di alcune iniziative riconducibili alle nuove forme di finanziamento. Nella stessa direzione vanno anche le modifiche normative che consentono alle compagnie assicurative di investire parte delle loro riserve tecniche in *minibond*, così come la previsione di società di cartolarizzazione che possono investire in questi titoli.