

**Dicembre 2012**

## **Il nuovo regime fiscale dei titoli di debito emessi da società non quotate**

*Francesco Guelfi, Allen & Overy Studio Legale Associato*

### **1. Introduzione**

Il 13 dicembre 2012, con la conversione in legge (con modificazioni) del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 (il c.d. decreto sviluppo due) è stato aggiunto l'ultimo tassello alla nuova disciplina fiscale dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie non quotate.

L'iter che ha portato all'emanazione della nuova disciplina è stato piuttosto travagliato: un primo testo è stato introdotto in giugno mediante l'art. 32 del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, (il c.d. decreto sviluppo) che ha tuttavia subito una prima correzione in agosto, nel contesto della conversione in legge del decreto sviluppo (con legge 7 agosto 2012, n. 134) e una successiva correzione in sede di conversione in legge del decreto sviluppo due (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, come modificato dalla legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221), recependo un emendamento del Governo.

La nuova normativa disciplina l'emissione di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e di strumenti di debito a medio-lungo termine (obbligazioni e titoli similari, nonché obbligazioni partecipative subordinate) da parte di società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione (ad esclusione delle banche e delle micro-imprese) e ne innova il relativo trattamento fiscale. Seppure le innovazioni di natura civilistica non siano trascurabili, il presente articolo approfondisce la nuova disciplina fiscale applicabile ai titoli obbligazionari e titoli ad essi similari. Per ragioni di economia espositiva, il presente articolo non tratta le novità fiscali in tema di cambiali finanziarie e di titoli subordinati anch'esse introdotte dalle menzionate disposizioni.

### **2. Il contesto di riferimento**

#### *2.1. La disciplina previgente*

Il regime previgente, novellato dalle richiamate disposizioni, contemplava sia limiti di natura civilistico-societaria sia disincentivi di natura fiscale all'accesso ai mercati dei capitali applicabili alle società italiane esercenti attività non finanziaria (c.d. *corporates*)

le cui azioni non fossero quotate su mercati regolamentati, di fatto penalizzandole rispetto alle società italiane quotate.

In proposito, con specifico riferimento alla disciplina fiscale, in applicazione del regime previgente le *corporates* italiane non quotate erano assoggettate a vincoli specifici che di fatto ostacolavano l'accesso ai mercati finanziari nazionali ed internazionali: a differenza delle società quotate, infatti, le *corporates* non quotate subivano rilevanti restrizioni alla deducibilità degli interessi passivi maturati su titoli obbligazionari emessi e, inoltre, le cedole di tali titoli erano soggette a un significativo prelievo alla fonte quando i relativi titoli erano collocati presso (e, quindi, le cedole erano pagate a) investitori/finanziatori non residenti in Italia.

*Le restrizioni alla deducibilità degli interessi passivi sui prestiti obbligazionari*

Più in particolare, la limitazione alla deducibilità degli interessi passivi su obbligazioni e titoli simili emessi da *corporates* italiane non quotate era prevista dall'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 (nella versione vigente prima dell'emanazione dei provvedimenti indicati al precedente paragrafo 1). Tale norma, nella versione introdotta dall'art. 2, comma 17, decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (come a sua volta modificato in sede di conversione nella legge 14 settembre 2011, n. 148) e in vigore dal 1° gennaio 2012, disponeva che, se al momento dell'emissione dei titoli il tasso di rendimento effettivo dei titoli obbligazionari e simili emessi da una *corporate* italiana non quotata fosse risultato superiore ai seguenti limiti:

- a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento (per le obbligazioni ed i titoli simili negoziati in specifici mercati regolamentati o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione); ovvero
- b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi (per le obbligazioni ed i titoli simili non negoziati in tali mercati regolamentati o non collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione)

gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi fossero completamente indeducibili dal reddito imponibile ai fini dell'imposta sui redditi delle società (IRES) dell'emittente.

Considerato che il tasso ufficiale di riferimento citato dalla norma (si tratta del tasso BCE che sostituisce il previgente Tasso Ufficiale di Sconto presso Banca d'Italia) è attualmente pari allo 0,75%, mentre i tassi di mercato per emissioni obbligazionarie di questa natura variano fra il 6% e l'8% a seconda della tipologia di emittente, è di chiara evidenza come la norma in esame comportasse, di fatto, l'indeducibilità della maggior parte delle cedole di tali titoli con conseguente incremento dell'onerosità complessiva di tale fonte di finanziamento. Va rilevato, in proposito, che tale indeducibilità si

aggiungeva a quella derivante dai limiti ordinari alla deducibilità degli interessi passivi di qualsiasi natura<sup>1</sup> e, dunque, costituiva un fortissimo disincentivo al ricorso a questa fonte di finanziamento.

Si osserva, per completezza, che la medesima norma stabiliva in effetti che, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, le soglie di cui sopra potessero essere variate, tenendo conto dei tassi effettivi di remunerazione delle obbligazioni e dei titoli simili rilevati nei mercati regolamentati italiani. Tuttavia, da un lato una tale variazione non è mai intervenuta e, dall'altro, una modifica in aumento delle menzionate soglie, pur auspicabile, non avrebbe permesso, da sola, di risolvere compiutamente la menzionata disparità di trattamento tra titoli emessi da società quotate e titoli emessi da società non quotate, in quanto non idonea ad eliminare il secondo vincolo fiscale, costituito dall'applicazione generalizzata delle ritenute italiane alla fonte sulle cedole pagate a investitori/finanziatori esteri.

A differenza delle *corporates* non quotate, le banche, le società finanziarie e le società quotate non erano infatti soggette alla disposizione qui illustrata, ma solo ai limiti ordinari alla deducibilità degli interessi passivi di qualsiasi natura<sup>2</sup>.

#### Le ritenute alla fonte sulle cedole

L'applicazione di ritenuta italiana alla fonte sugli interessi pagati a investitori/finanziatori non fiscalmente residenti in Italia a valere su obbligazioni e titoli simili emessi da *corporates* italiane non quotate era prevista dall'art. 26, comma 1, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, come sostituito dall'art. 2, comma 13, lett. a), del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (convertito con modificazioni nella legge 14 settembre 2011, n. 148) e in vigore dal 1° gennaio 2012.

A decorrere dal 1° gennaio 2012, l'aliquota della ritenuta è stabilita nella misura del 20%. Tale ritenuta può essere ridotta nel caso trovino applicazione le disposizioni di taluno dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni dei quali l'Italia sia parte. Tuttavia va notato come, nella maggior parte dei casi, i trattati conclusi dall'Italia prevedano aliquote non inferiori al 10% (fra i trattati che prevedono l'aliquota del 10%

---

<sup>1</sup> Si ricorda che, in applicazione dell'art. 96 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le società non finanziarie possono dedurre, ai fini IRES, interessi passivi nei limiti del 30% del c.d. Reddito Operativo Lordo (una misura di reddito operativo molto simile all'Ebitda). Specifiche disposizioni regolano la possibilità di riportare eventuali eccedenze di interessi passivi o di Reddito Operativo Lordo a esercizi successivi a quello di maturazione o determinazione. Si ricorda inoltre che gli interessi passivi sono generalmente ineducibili ai fini della determinazione della base imponibile dell'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP).

<sup>2</sup> Con riferimento alle società *corporates* si veda la precedente nota 1. In merito alle banche e altre società finanziarie l'art. 96 del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 prevede, in estrema sintesi, che gli interessi sono deducibili nel limite del 96% del loro ammontare. Medesima percentuale di deducibilità è prevista ai fini della determinazione della base imponibile dell'IRAP.

si vedano, ad esempio, i trattati conclusi dall'Italia con l'Inghilterra, gli Stati Uniti d'America, la Francia, la Cina, il Lussemburgo, il Giappone e l'Irlanda) e dispongano l'esenzione totale da imposte italiane solo in rari casi (e, generalmente, in relazione a trattati conclusi dall'Italia con paesi fuori dalle principali rotte dei capitali, quali l'Ungheria, l'Islanda, la Georgia, la Repubblica Ceca, la Repubblica Slovacca, gli Emirati Arabi Uniti, e il Kuwait).

E' chiaro che la presenza di tale ritenuta comporta un disincentivo significativo per l'investitore estero (che molto spesso non è in condizione di attivare, nel suo paese di residenza, strumenti che gli consentano il recupero di tali imposte) ad acquistare titoli emessi da *corporates* non quotate italiane e comporta la necessità di offrire rendimenti più alti per compensare l'effetto del prelievo italiano.

A differenza delle *corporates* non quotate, le banche, le società finanziarie e le società quotate non sono soggette alla disposizione qui illustrata, in quanto, per questi soggetti, il D.Lgs. 1° aprile 1996, n. 239 prevede un regime specifico in base al quale, se le cedole relative a obbligazioni e titoli simili emessi da tali soggetti sono pagate a investitori/finanziatori esteri che siano (i) beneficiari effettivi di tali pagamenti e (ii) residenti in stati con i quali l'Italia abbia concluso convenzioni internazionali che prevedano un'effettivo scambio di informazioni fra le rispettive autorità fiscali, i pagamenti delle cedole avvengono senza applicazione di alcun prelievo italiano alla fonte.

Gli stati in questione (in tutto, attualmente 70) sono elencati in una lista (c.d. *white list*, attualmente contenuta nel D.M. 4 settembre 1996) che comprende la quasi totalità dei paesi dove sono site le principali piazze finanziarie del mondo (ad esempio, l'Inghilterra, gli Stati Uniti d'America, la Francia, la Cina, il Lussemburgo, il Giappone, la Germania e l'Irlanda, ma anche, per citarne solo alcuni, Singapore, la Spagna, i Paesi Bassi, il Sud Africa, il Messico, la Federazione Russa, il Canada, il Brasile, il Belgio, Israele e l'Australia).

Va peraltro rilevato come, per effetto della "manovra d'Agosto" del 2011 (cfr. decreto legge. 13 agosto 2011, n. 138, convertito con modificazioni nella legge 14 settembre 2011, n. 148), il sopra descritto regime di favore, fino al 31 dicembre 2011 applicabile solo ai titoli obbligazionari e simili con durata superiore ai 18 mesi, sia stato esteso, con decorrenza 1° gennaio 2012, anche ai titoli aventi durata inferiore, con ciò aumentando l'entità del beneficio concesso a tali soggetti ed ampliando, di conseguenza, il divario con le *corporates* non quotate.

E' evidente come tale disposizione consenta alle banche, alle società finanziarie e alle società quotate italiane di accedere in modo efficiente alla quasi totalità dei mercati finanziari internazionali per collocarvi i propri titoli obbligazionari senza che gli investitori/finanziatori siano colpiti da imposte italiane, mentre tale canale di

finanziamento non era accessibile alle *corporates* italiane non quotate, con una disparità di trattamento e una penalizzazione per queste ultime non giustificate e, inoltre, come si evidenzierà meglio nel successivo paragrafo 2.3, particolarmente inopportune nell'attuale congiuntura economico-finanziaria.

## 2.2 La ragion d'essere della differenza di trattamento fra grandi emittenti (banche, società finanziarie e società quotate) e *corporates* non quotate nella previgente disciplina

L'effetto combinato delle sopra ricordate restrizioni ha costituito un disincentivo così forte da avere, di fatto, impedito l'utilizzo dello strumento. Basti pensare, in proposito, che in Italia nel 2010 circa il 91% delle *corporates* ha finanziato le proprie attività mediante ricorso al canale bancario, contro l'87% circa in Europa e il 24% circa negli Stati Uniti.

La ragion d'essere del trattamento differente riservato dalla previgente legislazione fiscale alle *corporates* non quotate rispetto ai c.d. "grandi emittenti" (i.e. le banche, le società finanziarie e le *corporates* quotate) sembra rinvenibile nella preoccupazione di evitare manovre elusive volte a sfruttare la differenza di trattamento tributario riservata ai dividendi rispetto agli interessi, al fine di evitare che tale differente trattamento potesse inquinare le scelte imprenditoriali circa il mix di debito e di capitale di rischio con cui dotare di mezzi finanziari una data società, soprattutto nei casi di società di piccole dimensioni o, comunque, a ristretta base azionaria in cui l'imprenditore è di fatto arbitro unico di tali scelte.

Tuttavia, a far data dagli anni in cui le disposizioni sopra menzionate sono state promulgate (1995-1996), da un lato la normativa fiscale è cambiata sostanzialmente, tanto che oggi dispone di nuovi strumenti molto efficaci a contrastare l'elusione fiscale (si pensi, ad esempio, alla giurisprudenza in tema di abuso di diritto, alla normativa CFC e a quella sui costi sostenuti nei confronti di paradisi fiscali, oltre che all'incremento significativo nell'efficacia dei controlli fiscali), dall'altro si è assistito ad un incremento notevole delle dimensioni di moltissime medie imprese che, pur rimanendo non quotate, applicano strutture e modelli organizzativi completamente diversi da quello tipicamente padronale delle società di piccola dimensione e che, quindi, manifestano un rischio molto più limitato (se non del tutto assente) in relazione all'utilizzo delle accennate pratiche elusive e, comunque, sono cresciute dimensionalmente tanto da aver bisogno di ricorrere a canali di finanziamento alternativo rispetto a quello tradizionale del mutuo bancario domestico.

In buona sostanza, la ragion d'essere della previgente disciplina si può ritenere ormai superata, perché l'evoluzione della normativa fiscale da un lato e l'incremento dimensionale di una parte non irrilevante degli operatori del mercato dall'altro hanno influito sulla potenziale "pericolosità" fiscale dello strumento di finanziamento in

oggetto, riducendola significativamente e, dunque, rendendo inopportuno il mantenimento di forme di penalizzazione talmente forti da impedire, di fatto, l'utilizzo di tale strumento da parte delle *corporates* non quotate.

In altre parole, volendo semplificare al massimo la questione, l'evoluzione normativa e di mercato hanno ridotto fortemente la potenziale portata elusiva dello strumento, eliminando la necessità di mantenere un regime fiscale che, di fatto, ne impediva l'utilizzo e aprendo la via a una possibile disciplina meno restrittiva che, nel rispetto di giusti presidi a tutela di un utilizzo fisiologico e non elusivo dello strumento, ne potesse favorire la diffusione.

### *2.3. Il contesto economico-finanziario*

Il sopra descritto venir meno della ragion d'essere di una penalizzazione fiscale talmente forte da avere il sapore di un divieto è solo la prima delle ragioni a supporto della recente riforma della disciplina fiscale qui commentata. La seconda, che giustifica *in positivo* l'emanazione di una disciplina meno restrittiva, è rinvenibile nell'attuale contesto economico-finanziario.

E' ben noto, infatti, come da un lato la recente evoluzione della normativa secondaria e di vigilanza a proposito di patrimonializzazione delle banche, imposta a livello comunitario in conseguenza della recente crisi finanziaria globale e in corso di progressiva implementazione, e, dall'altro, la presente congiuntura economico-finanziaria hanno portato a un sensibile incremento del costo del credito in Italia.

In questo contesto, è evidente come il ricorso a canali alternativi a quello bancario domestico sia divenuto un fattore essenziale per consentire all'impresa italiana di mantenere un accesso efficiente alle fonti di finanziamento, in modo da evitare l'insacco di una stretta creditizia che, nelle condizioni economiche attuali, potrebbe avere effetti recessivi di portata non irrilevante.

La riforma del previgente regime fiscale in senso meno restrittivo trova proprio in questo contesto la sua ragione ispiratrice: permettere a una vastissima platea di soggetti (quali le *corporates* non quotate che costituiscono la larga maggioranza delle società italiane sia in termini numerici sia in termini di contributo al P.I.L.), tradizionalmente legati al canale bancario domestico, di accedere a fonti di finanziamento ulteriori rispetto a quest'ultimo, in una situazione congiunturale in cui il ricorso al canale bancario rischia di diventare eccessivamente oneroso.

### **3. La nuova disciplina fiscale**

Le nuove disposizioni allineano, entro certi limiti, il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate e delle banche. L'intervento normativo è incisivo sotto due profili: mitiga le



limitazioni alla deducibilità per la società emittente, ai fini IRES, degli interessi passivi corrisposti su obbligazioni e titoli simili, ed estende a certi strumenti finanziari emessi da società non quotate la possibilità di accedere al regime fiscale del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239.

### 3.1. Deducibilità degli interessi passivi

Come già osservato nel precedente paragrafo 2, in aggiunta alle limitazioni ordinarie alla deducibilità degli interessi passivi applicabili alla generalità delle società residenti in Italia<sup>3</sup>, per effetto della disposizione dell'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 gli interessi corrisposti su obbligazioni e titoli simili emessi da società non quotate (ovvero da società con azioni negoziate in mercati regolamentati al di fuori dell'Unione Europea o di certi stati dello Spazio Economico Europeo) erano deducibili dal reddito imponibile solo entro determinati limiti ed erano totalmente indeducibili per l'eccedenza.<sup>4</sup>

In proposito, l'art. 32, comma 8, del decreto sviluppo<sup>5</sup>, come da ultimo modificato dall'art. 36, comma 3, del decreto sviluppo 2<sup>6</sup> dispone 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*

<sup>3</sup> Si veda, in proposito, la precedente nota 1.

<sup>4</sup> Come già ricordato era previsto che i titoli il cui tasso di rendimento effettivo al momento dell'emissione fosse superiore (i) al doppio del tasso ufficiale di riferimento per i titoli di debito negoziati su mercati regolamentati ovvero (ii) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per i titoli di debito non negoziati su tali mercati subissero l'indeducibilità sugli interessi eccedenti tali limiti di rendimento effettivo. Considerato che il tasso ufficiale di rendimento è attualmente pari allo 0,75% mentre i tassi di interesse medi di emissioni obbligazionarie di soggetti corporate non quotati eccedono il 6% annuo, la conseguenza pratica del regime previgente era quella di rendere indeducibile più della metà della cedola.

<sup>5</sup> Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge del 7 agosto 2012, n. 134.

<sup>6</sup> Decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 come modificato dalla legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221. Si ricorda che, precedentemente alle modifiche introdotte dal decreto sviluppo 2, la disposizione in commento recitava: *“Le disposizioni dell’articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, non si applicano alle obbligazioni e titoli simili e alle cambiali finanziarie, emesse 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 decorrere dalla data di entrata in vigore della presente disposizione, sottoscritte da investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 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. A tale fine si tiene conto anche delle partecipazioni detenute dai familiari indicati nell’articolo 5, comma 5, del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917”.*

*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”.*

In applicazione di tale disposizione, le menzionate limitazioni specifiche alla deducibilità degli interessi passivi relativi a titoli obbligazionari e simili disposte dall'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 non si applicano alle obbligazioni, ai titoli simili alle obbligazioni e alle cambiali finanziarie emessi da società non quotate (*rectius*, non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione) diverse dalle banche e dalle micro-imprese, qualora siano rispettate le seguenti condizioni (alternative): da un lato, tali obbligazioni, titoli simili o cambiali finanziarie 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 c.d. *white-list*; ovvero (in alternativa) qualora tali titoli non siano quotati, a condizione che siano detenuti da investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 28 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo unico della finanza – TUF), 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.

### Titoli negoziati

In proposito, la prima condizione alternativa (cioè, la negoziazione di titoli su dati mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione



europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white-list*) costituisce, in effetti, la principale novità, rispetto alla previgente versione, apportata, mediante emendamento, con la conversione in legge del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 e va accolta con favore in quanto, allineando le condizioni ai fini della deducibilità a quelle, di cui si darà conto nel seguito, richieste ai fini del regime del prelievo alla fonte sugli interessi e proventi simili, rende di fatto più agevole il ricorso a tale forma di raccolta di risorse finanziarie.

Nel caso di emissione di titoli destinati alla negoziazione su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella c.d. *white-list*, infatti, al fine di realizzare un'emissione fiscalmente efficiente:

- sulla base del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 nella versione ante emendamenti era necessario rispettare due condizioni, cioè (i) che i titoli fossero collocati (e, successivamente al collocamento, circolassero) fra investitori qualificati (non soci rilevanti dell'emittente) ai fini della deducibilità degli interessi per l'emittente e (ii) che i titoli fossero negoziati su determinati mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione ai fini del prelievo alla fonte sugli interessi;
- in applicazione del medesimo decreto nella versione inclusiva dell'emendamento in oggetto, è sufficiente il rispetto della condizione relativa alla negoziazione (salve le considerazioni svolte più oltre in relazione al requisito che i beneficiari effettivi degli interessi relativi ai titoli in oggetto siano residenti in paesi che consentono lo scambio di informazioni).

#### Titoli detenuti da investitori qualificati

Il sopra menzionato emendamento non ha significativamente inciso sulla seconda condizione alternativa, cioè la condizione che i titoli siano detenuti da investitori qualificati non soci dell'emittente. Tuttavia conviene evidenziare le seguenti novità:

- la nuova formulazione della norma stabilisce che, ai fini del rispetto della condizione in oggetto, i titoli debbano essere *detenuti* dai menzionati investitori qualificati, a differenza del precedente testo che richiedeva la semplice *sottoscrizione* dei titoli da parte di tali investitori. Ciò fugò taluni dubbi sorti in relazione alla precedente versione della norma perché chiarisce che non è sufficiente che i titoli siano semplicemente sottoscritti in sede di emissione (cioè sul primario) da investitori dotati dei requisiti di legge, ma è necessario che i titoli siano in ogni momento (e, perciò, anche in conseguenza di trasferimenti successivi di tali titoli sul mercato secondario) detenuti da tali investitori;

- la condizione richiede che gli investitori (i) siano qualificati ai sensi dell'art. 100 del TUF e, inoltre, (ii) 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. In relazione a tale secondo requisito, la versione della norma anteriore agli emendamenti approvati disponeva che *“a tale fine si tiene conto anche delle partecipazioni detenute dai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917”*. Tale ultima disposizione è stata espunta dal testo risultante dalla conversione in legge, con un positivo effetto sulla semplicità di applicazione del disposto normativo.

Da un punto di vista strutturale, la condizione in oggetto, subordinando la fruibilità di un beneficio fiscale per l'emittente (in termini di deducibilità degli interessi) alla circostanza che i detentori dei titoli abbiano date caratteristiche (cioè, siano qualificati ex articolo 100 TUF e non soci rilevanti dell'emittente), solleva taluni (si ritiene non insormontabili) problemi applicativi:

- in primo luogo, il funzionamento della condizione in oggetto (condizione, cioè, che l'investitore sia qualificato ai sensi dell'articolo 100 del TUF e non sia socio rilevante dell'emittente) va coordinato con le ordinarie disposizioni e la prassi in tema di prova. Considerate infatti le modalità operative con cui i titoli vengono collocati sul mercato primario e, quindi, negoziati sul mercato secondario mediante l'intervento di una pluralità di intermediari finanziari (società di gestione accentrata dei titoli, collocatori, banche depositarie *etc.*) sovente residenti in stati diversi, l'emittente si trova nella materiale impossibilità di disporre direttamente (cioè, senza l'ausilio degli intermediari finanziari coinvolti nelle operazioni di collocamento, negoziazione e *clearing*) delle informazioni circa la natura e l'identità degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato i titoli. Tale situazione, diretta conseguenza dello sviluppo internazionale dei mercati dei capitali, rende estremamente difficile, se non impossibile, la verifica, diretta da parte dell'emittente, del requisito in oggetto.

In proposito, va evidenziato come il Legislatore abbia già riconosciuto tale peculiarità di funzionamento dei mercati in occasione dell'emanazione del decreto legislativo 1 aprile 1996, n. 239 in tema di imposte sostitutive sugli interessi maturati sulle obbligazioni e titoli simili emessi dai *c.d.* grandi emittenti. Il sistema delineato da tale decreto, infatti, proprio riconoscendo la inevitabile separazione fra emittente dei titoli e relativi prenditori, ha imposto l'onere di applicare il prelievo alla fonte in capo agli intermediari (che hanno la disponibilità delle informazioni relative ai prenditori dei titoli e, quindi, sono in grado di valutare la sussistenza di tutti i presupposti per applicare il prelievo), in

deroga alle ordinarie norme che prevedono l'applicazione del prelievo da parte dell'emittente.

Una soluzione pratica per limitare le richiamate problematiche potrebbe essere quella di inserire nel regolamento dei titoli opportune restrizioni che vietino a investitori non qualificati o a soci dell'emittente di sottoscrivere i titoli o di acquistarli sul secondario. Alternativamente (o in aggiunta), si potrebbe prevedere una forma di autocertificazione, sulla falsariga di quella già attualmente prevista dal richiamato decreto legislativo 1 aprile 1996, n. 239 ai fini dell'esenzione da prelievo alla fonte a favore di investitori esteri *white-listed*.

Tenuto conto della delicatezza dell'argomento, è auspicabile un chiarimento interpretativo da parte dell'Agenzia delle Entrate;

- in secondo luogo, non è chiaro se la sussistenza delle caratteristiche in questione debba essere mantenuta per tutto il periodo di maturazione della cedola o sia richiesta solo al momento del suo pagamento. Per l'emittente, infatti, gli interessi maturano giorno per giorno, talché si potrebbe sostenere che sia onere dell'emittente la verifica "in continuo" del rispetto del requisito in questione, con la conseguenza che, qualora il titolo circolasse fra soggetti diversi nel corso del periodo di maturazione della cedola, l'emittente sia tenuto a conteggiare la parte della cedola maturata in capo a investitori qualificati non soci rilevanti (per i quali opererebbe la disapplicazione dei limiti alla deducibilità d'anziché richiamati) e la parte della cedola maturata in capo a investitori non qualificati (per la quale i sopra menzionati limiti specifici alla deducibilità rimarrebbero comunque applicabili).

In proposito, una tale conclusione (cioè, necessità che la condizione sia verificata "in continuo") gode indubbiamente di qualche "aggancio" sul piano letterale, in quanto il requisito è, in effetti, introdotto in una norma che disciplina la deducibilità nel contesto del reddito d'impresa dell'emittente, cioè in un contesto in cui gli interessi assumono rilievo per maturazione. Peraltro, la *ratio* della disposizione è evidentemente volta a introdurre un disincentivo fiscale al collocamento dei titoli presso investitori non qualificati (e, quindi, più deboli sotto il profilo della preparazione tecnico-finanziaria), talché anche sotto questo profilo sembra più logico ritenere che la condizione vada rispettata in ogni momento e non solo a quello dello stacco della cedola.

Questa soluzione, tuttavia, comporta l'indubbio svantaggio di rendere la norma di onerosa applicazione pratica in relazione a quanto precedentemente esposto a proposito di onere probatorio. Si dovrebbe, infatti, imporre all'emittente l'onere di verificare titolo per titolo – ed acquisire opportuna documentazione al

riguardo – l'identità di ciascun investitore e il relativo periodo di possesso, al fine di conteggiare (e documentare) l'importo degli interessi complessivamente non soggetti alle limitazioni di deducibilità previste dal citato art. 3, comma 115, della legge n. 549 del 1995, il che comporterebbe probabilmente la necessità di prevedere contrattualmente un idoneo flusso informativo e documentale dagli investitori all'emittente, tramite la catena di intermediari finanziari che intervengono nelle operazioni di collocamento, negoziazione e *clearing*.

Anche in questo caso, per ragioni di certezza applicativa, sarebbe opportuno un chiarimento ufficiale da parte dell'Agenzia delle Entrate auspicabilmente volto a prevedere modalità applicative tali da non rendere irragionevolmente onerose le disposizioni in oggetto.

È importante sottolineare come le considerazioni precedenti siano di estrema importanza per l'emittente, per il quale è fondamentale mantenere il controllo della propria variabile fiscale. Infatti, la circolazione dei titoli in oggetto sul mercato secondario rende possibile, in astratto, che i titoli passino da investitori dotati dei requisiti in questione a investitori per i quali, invece, i requisiti non risultino integrati. Ciò comporta che, in via di fatto, la circolazione dei titoli influisce sulla deducibilità delle cedole in capo all'emittente e, per questa via, sul complessivo costo del finanziamento al netto delle imposte.

Ora, tenuto conto che per l'emittente il costo *after tax* della raccolta costituisce uno dei parametri fondamentali in base ai quali operare la scelta delle fonti di finanziamento, è agevole constatare come, per l'emittente, sia fondamentale conoscere in anticipo e con certezza l'onerosità complessiva dell'emissione, soprattutto in relazione alla deducibilità dei relativi interessi. E' perciò di estrema importanza per il successo dello strumento che vengano sviluppati meccanismi operativi la cui idoneità a permettere il rispetto delle condizioni di cui sopra (e la relativa documentabilità ai fini probatori) sia evidente e chiara fin dal lancio dell'operazione di emissione, al fine di evitare che incertezze sul piano della deducibilità fiscale possano rendere altrettanto incerto il costo *after tax* di tale fonte di finanziamento e, per questa via, disincentivare il ricorso a tale tipo di strumento di raccolta.

*Il requisito che il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in paesi white-listed*

In proposito all'ultima frase (“*e sempreché il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni*”), non è chiaro, dalla formulazione della norma, se tale requisito debba riferirsi solo alla seconda delle due condizioni (al caso, cioè, di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie non quotati e detenuti da investitori qualificati ex. Art. 100 del TUF), come la collocazione del periodo potrebbe far ritenere, ovvero se debba

riferirsi anche alla prima condizione (al caso, cioè, di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie quotate).

Militano a favore della prima ipotesi (riferibilità solo al caso di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie non quotate e detenute da investitori qualificati non soci) sia la collocazione della disposizione in commento nel contesto della norma (cioè, alla fine del periodo) sia la considerazione che estendere l'applicazione di tale requisito (beneficiario effettivo residente in paese *white-listed*) anche al caso di obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie quotate potrebbe apparire una cautela eccessiva, tenuto conto del regime di maggiore trasparenza informativa cui le emissioni di titoli di debito quotati sono soggette rispetto a quelle di titoli non quotati.

A favore della seconda ipotesi (riferibilità del requisito sia alle obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie non quotati sia a quelli quotati) vale la considerazione, per certi versi assorbente, che il requisito in oggetto ha una chiara funzione di tutela fiscale, perché permette di attribuire un beneficio (in termini di deducibilità per l'emittente/soggetto finanziato) solo nei limiti in cui il beneficiario finale degli interessi derivanti dai titoli di debito in oggetto sia residente ai fini fiscali in un paese a fiscalità non agevolata e che consenta un adeguato scambio di informazioni fra le autorità fiscali di tale paese e quelle italiane. Su queste premesse si potrebbe sostenere che, quindi, il requisito in questione debba applicarsi anche al caso di titoli di debito quotati, in quanto l'esigenza di permettere la "controllabilità" del beneficiario finale degli interessi è ravvisabile anche in relazione a titoli di debito quotati.

Nell'auspicare che una circolare dell'Agenzia delle Entrate porti l'opportuna chiarezza sul tema, si può comunque osservare che, qualunque delle due possibili soluzioni venisse preferita, il requisito in oggetto potrebbe comportare alcuni (si ritiene non insormontabili) problemi applicativi. Analogamente alla condizione relativa agli investitori qualificati, il requisito in oggetto, infatti, subordina la fruibilità di un beneficio fiscale per l'emittente (in termini di deducibilità degli interessi) alla circostanza che i beneficiari effettivi abbiano date caratteristiche (cioè, siano residenti in paesi *white-listed*), riproponendo, perciò problematiche simili:

- in primo luogo, non è chiaro se la verifica della sussistenza del requisito in questione debba essere effettuata in corso di maturazione della cedola o solo al momento del suo pagamento.

In proposito, pur se una tale conclusione godrebbe di qualche "aggancio" sul piano letterale (il requisito è, in effetti, introdotto in una norma che disciplina la deducibilità nel contesto del reddito d'impresa dell'emittente, cioè in un contesto in cui gli interessi assumono rilievo per maturazione), argomenti basati sulla *ratio* complessiva della disposizione richiederebbero una soluzione diversa. La ragion d'essere del requisito è, infatti, quella di consentire il controllo da parte

dell'amministrazione finanziaria italiana al fine di reprimere eventuali utilizzi abusivi dell'istituto, talché parrebbe più logico concludere per una verifica puntuale a date scadenze (ad esempio, in occasione di ogni stacco di cedola) anziché in continuo. Ciò, in considerazione anche della non trascurabile "macchinosità" (di cui si è già trattato più diffusamente in precedenza) implicita in ogni meccanismo o procedura operativa che debba essere implementata per consentire all'emittente di strumenti finanziari di ottenere informazioni valide ai fini probatori circa l'identità e la natura dei possessori di tali strumenti.

Anche in tal caso, tenuto conto della delicatezza dell'argomento, è auspicabile un chiarimento interpretativo da parte dell'Agenzia delle Entrate;

- inoltre, il funzionamento del requisito in oggetto (requisito, cioè, che il beneficiario effettivo sia residente in un paese *white-listed*) va coordinato con le ordinarie disposizioni e prassi in tema di prova nonché sotto il profilo della possibilità di controllo, da parte dell'emittente, della propria situazione fiscale.

Infine, circa la nozione di "beneficiario effettivo", nel silenzio della norma potrebbe essere ragionevole considerare rilevanti i chiarimenti già forniti dall'Agenzia delle Entrate a proposito dell'esenzione da ritenuta sugli interessi pagati a soggetti non residenti introdotta in sede di recepimento della direttiva europea sugli interessi e royalties<sup>7</sup>.

### 3.2. *Prelievo alla fonte sugli interessi e proventi assimilati*

La nuova disciplina dispone l'equiparazione, a certe condizioni, delle obbligazioni, titoli simili e cambiali finanziarie emessi da società non quotate a quelli emessi da società quotate e banche sotto il profilo del regime del prelievo alla fonte sugli interessi ed estende, inoltre, il novero dei soggetti "quotati" cui si applica il decreto legislativo n. 239 del 1996 anche alle società con azioni e strumenti simili negoziati su taluni sistemi multilaterali di negoziazione.

In particolare, l'articolo 32, comma 9 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 include nell'ambito di applicazione del decreto legge 1 aprile 1996, n. 239 anche le obbligazioni e i titoli simili e le cambiali finanziarie:

- (a) negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati Membri dell'Unione Europea e degli Stati dello Spazio Economico Europeo inclusi nella lista di cui all'articolo 168-*bis* del TUIR (cosiddetta *white-list*); o

<sup>7</sup> Direttiva del Consiglio 3 giugno 2003, n. 2003/49/CE (c.d. direttiva interessi e royalties), recepita nel nostro ordinamento tramite l'art. 26-*quater* del D.P.R. n. 600 del 1973. Si vedano, in proposito, la Circolare Ministeriale 2 novembre 2005, n. 47/E e le Risoluzioni Ministeriali 12 luglio 2006, n. 86/E e 3 aprile 2008 n. 128/E.



- (b) emessi da società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione negli Stati di cui alla precedente lettera a).

Gli interessi maturati su tali titoli potranno perciò accedere al regime speciale, derogatorio di quello ordinario di cui all'art. 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, previsto dal decreto legislativo n. 239 (alle condizioni ivi previste) in tema di prelievo alla fonte che, in estrema sintesi e senza pretese di completezza, comporta:

- l'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi passivi e proventi assimilati di cui sopra corrisposti, tra gli altri, a: (i) investitori residenti in Italia costituiti in forma di società di capitali (i.e. S.p.A., S.r.l. e S.a.p.A.) e altri soggetti c.d. "lordisti", (ii) investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Stati inclusi nella *white-list* (iii) investitori esteri, beneficiari effettivi di detti interessi, che siano residenti in Stati inclusi nella *white-list*, (iv) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e (v) banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato;
- l'applicazione di procedure di *clearing* standardizzate e di generale diffusione fra gli operatori finanziari con conseguente maggior facilità di collocamento dei titoli presso gli investitori internazionali che ben conoscono tali procedure.

In applicazione di tali nuove disposizioni risulterà quindi possibile assoggettare al richiamato regime del decreto del n. 239 sia i titoli obbligazionari e similari (e le cambiali finanziarie) emessi da società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati Membri dell'Unione Europea e degli Stati dello Spazio Economico Europeo (in aggiunta ai medesimi titoli emessi da società con azioni quotate su mercati regolamentati dei medesimi paesi, cui già si applicavano le previsioni del decreto n. 239) e, fattispecie quest'ultima certamente più rilevante, anche i titoli negoziati in detti mercati ed emessi da società non quotate.

Tale novità è chiaramente idonea ad agevolare l'accesso al mercato internazionale dei capitali alle società di media grandezza italiane che, come già ricordato, pur rappresentando una parte significativa del tessuto industriale italiano sono, in massima parte, non quotate.

#### **4. Conclusioni**

La nuova normativa qui sinteticamente commentata introduce innovazioni significative al regime fiscale dei titoli emessi da corporates italiane non quotate, incidendo sia sulla deducibilità per l'emittente sia sul versante del prelievo alla fonte sulle cedole e costituisce una novità rilevante e particolarmente benvenuta per molti motivi.

In primo luogo, riduce sensibilmente (ancorché non li rimuova completamente) i più significativi vincoli di natura fiscale all'emissione di titoli obbligazionari da parte di *corporates* non quotate, permettendo alle stesse di accedere ai mercati dei capitali quale fonte di finanziamento aggiuntiva rispetto al tradizionale canale bancario domestico. In secondo luogo, l'estensione a tali titoli del regime del decreto legislativo n. 239 del 1996 permette anche agli emittenti di minori dimensioni (cioè quelli diversi dalle banche e dalle società con azioni non quotate) l'accesso ai più importanti mercati internazionali dei capitali a condizioni non significativamente discriminatorie rispetto alle società di maggiori dimensioni, allargando quindi i confini geografici entro i quali ricercare le proprie fonti di finanziamento.

Ciò è particolarmente positivo nell'attuale contesto economico e finanziario, caratterizzato dall'ingresso dell'Italia nella fase recessiva del ciclo economico da un lato e dal tendenziale incremento del costo del finanziamento bancario (dovuto alla progressiva implementazione in ambito comunitario di più regole restrittive a proposito di patrimonializzazione delle banche) dall'altro.

Nella cornice di un giudizio complessivo sicuramente molto positivo, è possibile, tuttavia, svolgere alcune considerazioni critiche.

Le condizioni imposte dalla nuova normativa ai fini della deducibilità e del prelievo alla fonte non sono completamente coordinate. Ai fini della deducibilità, infatti, si richiede alternativamente che i titoli siano detenuti da investitori qualificati (non soci rilevanti dell'emittente) o che i titoli emessi siano negoziati in dati mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, mentre ai fini del prelievo alla fonte (cioè, per l'applicabilità del decreto legislativo n. 239 del 1996) è necessario che i titoli emessi siano negoziati. Ciò comporta che l'emissione di prestiti obbligazionari destinati a mercati esteri debba necessariamente seguire la strada della quotazione, pena l'inefficienza fiscale e un corrispondente aumento del costo del finanziamento, rendendo meno agevole il collocamento presso investitori stranieri che, per ragioni di natura contabile o regolamentare, preferiscono investire in titoli di debito non quotati<sup>8</sup>. In proposito, tenuto conto che tali investitori rappresentano una parte significativa del mercato dei potenziali investitori in questo genere di titoli, tale disallineamento, del tutto ingiustificato, è da considerare quanto meno inopportuno e se ne auspica, perciò, l'eliminazione, mediante l'inclusione (naturalmente per via di modifica normativa), nel perimetro del decreto n. 239, anche dei titoli obbligazionari e similari (e delle cambiali finanziarie) emessi da società con azioni non negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione qualora tali titoli siano detenuti da investitori qualificati ex art. 100 del TUF e non soci rilevanti dell'emittente.

<sup>8</sup> Si pensi ai c.d. *US private placements* presso società di assicurazione, ad esempio.

Infine, le condizioni alternative alla quotazione dei titoli imposte in tema di deducibilità degli interessi per l'emittente, fondandosi sullo status degli investitori (cioè, investitore qualificato non socio etc.), rendono particolarmente oneroso per l'emittente verificarne la sussistenza e raccogliere la relativa documentazione probatoria. Tali condizioni sono chiaramente volte a introdurre un disincentivo fiscale al collocamento dei titoli in oggetto presso investitori non qualificati (cioè presso gli investitori più deboli sotto il profilo della preparazione tecnico-finanziaria) e, quindi, assolvono ad una funzione, chiaramente non fiscale, di tutela del mercato. Sarebbe auspicabile, perciò, che la tutela del mercato fosse realizzata nel contesto più proprio del testo unico della finanza, anziché mediante disposizioni di natura tributaria, in modo da utilizzare strumenti (il TUF) più idonei a questi fini della normativa fiscale, nonché ricorrere ad autorità (la Consob) dotate di poteri più specifici e pervasivi di quelli attribuiti, per finalità diverse e oggettivamente non assimilabili, alle autorità fiscali (l'Agenzia delle Entrate e relativi uffici periferici).