



# CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica  
<https://rivista.camminodiritto.it>



## TRA STRUMENTI FINANZIARI IBRIDI E SIMMETRIE FISCALI: IL CASO DELLE OBBLIGAZIONI PARTECIPATIVE

*Il presente contributo si focalizza sull'analisi degli strumenti finanziari "ibridi" con l'intento di esaminare la soluzione approntata da legislatore fiscale nel definire il regime impositivo delle nuove fattispecie civilistiche, che si fonda sull'esigenza primaria di instaurare una simmetria fiscale dei flussi reddituali. L'elaborato tiene conto degli indirizzi di prassi forniti dall'Amministrazione finanziaria e si focalizza, altresì, sull'analisi delle obbligazioni partecipative quale esempio emblematico dell'allontanamento dei criteri di qualificazione degli strumenti finanziari "ibridi" di natura civilistica rispetto ai criteri di qualificazione previsti dal diritto tributario.*

di **Riccardo Lancia**

IUS/12 - DIRITTO TRIBUTARIO

Estratto dal n. 10/2020 - ISSN 2532-9871

Direttore responsabile

**Raffaele Giaquinto**

Publicato, Lunedì 26 Ottobre 2020

 Abstract ENG

*This article focuses on the analysis of “hybrid” financial instruments with the aim to examine the solution prepared by the tax legislator in defining the tax regime of the new civil cases, which is based on the primary need to establish a tax symmetry of income flows. The article takes into account the practise guidelines provided by the Italian Tax Authority and also focuses on the analysis of shareholding obligations (“obbligazioni partecipative”) as an emblematic example of the removal of “hybrid” financial instruments’ civil qualification criteria with respect to the qualification criteria provided by tax law.*

---

**Sommario:** 1. Premessa: l’origine degli strumenti finanziari “ibridi” nell’ordinamento giuridico italiano. – 2. La qualificazione fiscale degli strumenti finanziari “ibridi”. – 3. Il trattamento fiscale delle obbligazioni con clausola di partecipazione. – 4. Il trattamento fiscale delle obbligazioni con clausola di subordinazione e partecipazione (c.d. obbligazioni partecipative rafforzate). – 5. Osservazioni conclusive.

### **1. Premessa: l’origine degli strumenti finanziari “ibridi” nell’ordinamento giuridico italiano**

La tradizionale dicotomia tra azioni ed obbligazioni è stata resa meno netta dalla riforma del diritto societario del 2003, che, al fine di incentivare le forme di finanziamento dell’impresa, ha legittimato le società a ricorrere a strumenti finanziari innovativi<sup>[1]</sup>: azioni ed obbligazioni speciali, strumenti finanziari partecipativi, emessi ai sensi dell’art. 2346 comma 6 c.c., e, in generale, titoli strutturati in modo sofisticato per reperire risorse finanziarie.

Il vero elemento di novità di tale intervento di riforma, attuato mediante l’emanazione del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, è stato ravvisato nell’attenuazione della rigida distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito tramite la previsione di strumenti finanziari c.d. “ibridi”<sup>[2]</sup>.

Secondo la ricostruzione largamente prevalente in seno alla dottrina nazionale<sup>[3]</sup> ed internazionale<sup>[4]</sup>, gli strumenti finanziari “ibridi” sono titoli che presentano caratteristiche genetiche delle azioni e delle obbligazioni, pur non rientrando né in una né nell’altra categoria. Trattasi di strumenti finanziari nei quali sono rinvenibili tanto i caratteri del capitale di rischio (equity) quanto quelli del capitale di debito (debt).

Di riflesso, l'introduzione di tali titoli ha determinato l'affermazione della categoria degli investitori finanziatori, in cui rientrano coloro che - tra le varie possibilità offerte per compiere un investimento - scelgono le "opzioni" rinvenibili nell'area degli "ibridi", posta in una zona mediana tra i due poli estremi rappresentati dall'equity e dal debt<sup>[5]</sup>.

Lo spirito della riforma è stato ravvisato nell'idea secondo la quale, affinché le imprese fossero in grado di raccogliere le risorse finanziarie di cui avevamo bisogno, era necessario sviluppare nuove forme di finanziamento, fondate, per un verso, sulla natura e sugli interessi dei potenziali investitori, e, per l'altro, sulle esigenze strutturali ed interne della società<sup>[6]</sup>. Proprio per questa ragione l'intento primario della riforma è stato quello di voler dotare la S.p.A. di una struttura finanziaria efficiente e competitiva rispetto a quelle previste in altre giurisdizioni, sia europee che extra-europee, tenendo conto che nel panorama globale, la concorrenza tra sistemi giuridici si gioca anche sul piano della competizione tra ordinamenti<sup>[7]</sup>.

La riforma del 2003 ha fornito una risposta a queste esigenze, innovando profondamente la materia societaria, almeno con riferimento alla disciplina delle società di capitali, in varie direzioni come, ad esempio, per ciò che attiene ai fini della seguente analisi, la centralità al ruolo svolto dall'autonomia negoziale per definire i rapporti dell'impresa e l'accesso ai mercati al fine di incentivare i finanziamenti. Nell'ambito dell'art. 4 della legge delega del 3 ottobre 2001, n. 366<sup>[8]</sup>, rubricato "Società per Azioni", di rilievo è sia il comma 4, ove viene precisato che la riforma è volta, fra i vari obiettivi, ad aumentare la disciplina del capitale minimo nel rispetto delle caratteristiche del modello societario, sia il successivo comma 5. Quest'ultimo dispone, in relazione alla disciplina delle azioni e delle obbligazioni, che la riforma è diretta a:

permettere alla società di emettere azioni senza indicazione del valore nominale; rimettere all'autonomia statutaria la previsione di azioni speciali; facilitare il ricorso al mercato dei capitali, consentendo alle società di procedere all'emissione strumenti finanziari partecipativi o meno, dotati di diritti patrimoniali e amministrativi; modificare la disciplina relativa alle obbligazioni. Restringendo l'analisi alle nuove forme di finanziamento, il d.lgs. n. 6 del 2003 ha consentito alle società di emettere azioni ed obbligazioni speciali, ove la specialità attiene alla diversa configurazione del titolo rispetto alla fattispecie base ordinaria.

L'elemento caratterizzante delle azioni speciali è di essere, pur sempre, imputate a capitale sociale, sebbene siano fornite di diritti amministrativi e patrimoniali diversi da quelli previsti dalle azioni ordinarie. L'introduzione di tale categoria di azioni ha consentito l'emersione nell'ordinamento giuridico del principio di atipicità, a mente del quale verrebbe lasciata ampia autonomia e libertà alla società nel definire il contenuto e la

disciplina delle azioni de quibus.

Si pensi che è stata consentita l'emissione di azioni con diritto di voto limitato o subordinato a certe condizioni nonché di azioni fornite di diritti patrimoniali "particolari" come, ad esempio, posizioni di privilegio nella distribuzione del dividendo o del patrimonio della società in sede di liquidazione, fra cui le azioni privilegiate e le correlate. Mentre le azioni correlate consentono alla società di emettere azioni con diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività, positiva o negativa, di un certo settore, le azioni privilegiate, invece, si connotano per la presenza di un privilegio di natura patrimoniale nel caso in cui sia prevista una priorità temporale nella distribuzione degli utili rispetto ai titoli azionari ordinari ovvero una partecipazione maggiore agli utili rispetto a quella generalmente prevista dalle altre azioni.

Secondo un condivisibile orientamento della dottrina<sup>[9]</sup> in tutte le ipotesi di azioni speciali richiamate emerge una connotazione di tipo patrimoniale ed economica, che le rende molto simili alle obbligazioni emesse a norma dell'art.2411 c.c.. Ne consegue che la categoria delle azioni speciali ricomprende alcuni titoli, che non possono essere definiti puramente tali, almeno alludendo al significato di azione ante riforma, dato che presentano, fisiologicamente, nella loro struttura alcuni caratteri che, sotto il profilo patrimoniale, sono riconducibili ai titoli di debito.

Allo stesso modo delle azioni speciali, le obbligazioni di tipo "speciale" permettono alle imprese di ricorrere all'autonomia statuaria per regolare nuove fattispecie di natura obbligazionaria, rispettando lo schema negoziale causa mutui alla base del prestito obbligazionario e, nel contempo, tenendo conto delle proprie esigenze finanziarie.

Rientrano a pieno titolo in tale categoria i titoli di debito con caratteristiche molto simili ai titoli di capitale come, fra i molti enucleabili, le obbligazioni convertibili e quelle partecipative. Le obbligazioni convertibili permettono al titolare di rimanere creditore della società ovvero di poter esercitare, entro un certo periodo di tempo, l'opzione di conversione insita nel titolo obbligazionario in azioni, sulla base di un dato rapporto di cambio e, laddove ciò avvenga, il sottoscrittore diventerebbe socio a tutti gli effetti. Le obbligazioni partecipative, invece, si connotano per essere titoli obbligazionari nei quali i tempi ed entità del rimborso dipendono dall'andamento economico della società e, quindi, sono variabili sia nell'an che nel quantum, fermo restando che, almeno in ambito civilistico, sono assoggettate al regime previsto per le obbligazioni. In effetti, la disciplina civilistica dei titoli di debito, in quest'ultima ipotesi, assume carattere preminente rispetto agli elementi di equity insiti nel titolo.

Il legislatore delegato ha inteso, dunque, ridefinire il quadro della disciplina societaria,

ponendo alcuni principi fondamentali di sistema con l'obiettivo finale di incentivare l'autonomia statutaria, valorizzando il principio di atipicità. Ne consegue che le società, nell'esercizio dell'ampia discrezionalità loro concessa, possono prevedere titoli azionari, obbligazionari e, più in generale, strumenti finanziari "ibridi" con diversi connotati, purché nel rispetto dei limiti imposti dell'ordinamento giuridico.

## 2. La qualificazione fiscale degli strumenti finanziari "ibridi"

L'adeguamento delle novità introdotte in materia societaria con il d.lgs. n. 6 del 2003 è avvenuto in diritto tributario mediante l'emanazione del d.lgs. 12 dicembre 2003, n. 344 e con cui si è assistito, in relazione ai redditi di capitale, all'introduzione dell'art. 41 (ora art. 44), comma 2, lett. a), b) e c), del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR). In seguito, si è dato luogo ad un ulteriore intervento di riforma apportato tramite l'emanazione del d.lgs. 18 novembre 2005, n. 247, che, da un lato, ha modificato la lett. a) e, dall'altro, ha soppresso la lett. b) della norma citata.

Al fine di risolvere la tematica connessa alla qualificazione degli strumenti finanziari "ibridi", il legislatore fiscale ha predisposto appositi meccanismi di assimilazione del titolo alle azioni ovvero alle obbligazioni o, in via residuale, prevedendo la riconduzione del titolo nella categoria dei titoli atipici, qualora lo strumento finanziario "ibrido" non fosse assimilabile né alle azioni né alle obbligazioni.

Il meccanismo di assimilazione degli strumenti finanziari alle azioni trova disciplina nell'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, a mente del quale, ai fini delle imposte sui redditi, si considerano simili alle azioni i titoli e gli strumenti finanziari la cui remunerazione è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale gli strumenti finanziari sono stati emessi.

Qualora la remunerazione sia costituita solo parzialmente dai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo, l'assimilazione non opera e gli strumenti finanziari rimangono assoggettati al loro proprio regime fiscale, sulla base di un approccio puramente casistico<sup>[10]</sup>.

L'operatività del meccanismo di assimilazione alle azioni comporta che la remunerazione ritraibile dal titolo "ibrido" assimilato sia sottoposta al regime impositivo dei dividendi, che si caratterizza per una parziale esclusione da imposizione degli utili distribuiti in capo al percettore. In questo senso, la mancata operatività del meccanismo di cui all'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR comporta, di converso, che il percettore sia assoggettato a tassazione sull'intero importo dei proventi percepiti, che verrebbero fiscalmente trattati

alla stregua di interessi attivi.

Sul punto, di rilievo, è la posizione assunta dall'Amministrazione finanziaria<sup>[11]</sup>, che ritiene che siano da considerare simili alle azioni tutti i titoli la cui remunerazione derivi totalmente dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente, a prescindere dalla natura giuridica degli stessi e dalla eventuale compresenza di elementi che possano far supporre che, ai fini fiscali, si tratti di titolo simile alle obbligazioni. Da quanto ne risulta, sembra che la prassi amministrativa, in un ipotetico raffronto tra titolo simile alle azioni e titolo simile alle obbligazioni, deponga verso l'affermazione del primato dell'assimilazione alle azioni, essendo irrilevante, ai fini della qualificazione fiscale, il nomen dello strumento finanziario "ibrido".

Di recente, l'Amministrazione finanziaria ha espressamente affermato in un caso oggetto di istanza di interpello, ancorché riferito all'eventuale deduzione di perdite subite sul contratto di vendor loan e su strumenti finanziari convertibili, che «(...) preliminarmente, occorre stabilire se il vendor loan e gli strumenti finanziari convertibili presentino caratteristiche tali da poter essere assimilati a strumenti finanziari simili alle azioni, ai sensi dell'articolo 44, comma 2, lettera a), del TUIR»<sup>[12]</sup>. Se ne desume, anche sulla scorta del pregresso orientamento dell'Amministrazione finanziaria, l'esistenza di un favor, sebbene non esplicito in via legislativa, verso l'assimilazione degli strumenti finanziari "ibridi" ai titoli assimilati alle azioni.

Al riguardo, giova segnalare che l'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, deve essere letto in combinato disposto con l'art. 109, comma 9, lett. a), del TUIR, che riconosce per l'emittente l'indeducibilità di ogni remunerazione dovuta sui titoli e strumenti finanziari comunque denominati di cui all'art. 44 in relazione alla quota che, direttamente o indirettamente, comporti la partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o affare rispetto a cui gli strumenti finanziari sono stati emessi. Pertanto, se uno strumento finanziario assicura una remunerazione solo parzialmente legata ai risultati economici dell'emittente (o di altre società del gruppo o dell'affare in relazione a cui i titoli sono stati emessi), l'indeducibilità della remunerazione è sempre parziale ed individuata nella sola "quota" connessa ai risultati economici dell'emittente.

La simmetria fiscale dei flussi reddituali<sup>[13]</sup> richiede che, a fronte dell'indeducibilità degli utili legati ai risultati economici dell'emittente, corrisponda, specularmente, l'esclusione da tassazione dei proventi in capo al percettore, a seconda della natura dello stesso, per evitare ogni fenomeno di doppia imposizione economica. Quest'ultima, difatti, laddove non fosse stato applicato il metodo di esclusione da imposizione in capo al percettore, si sarebbe verificata rispetto alla quota di remunerazione indeducibile per l'emittente e

totalmente assoggettata a tassazione in capo al percipiente.

Il meccanismo di assimilazione alle obbligazioni è disciplinato dall'art. 44, comma 2, lett. c), del TUIR, a mente del quale si considerano assimilati alle obbligazioni, oltre ai buoni fruttiferi emessi da società esercenti la vendita a rate di autoveicoli, i titoli di massa che contengono l'obbligazione di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, a prescindere dalla corresponsione degli interessi, e purché non attribuiscono al possessore alcun diritto di partecipazione, diretta o indiretta, alla gestione dell'emittente o dell'affare in relazione a cui sono stati emessi, né tantomeno di controllo sulla gestione stessa.

Appare chiaro che, ai fini tributari, per "obbligazioni" e titoli ad esse assimilati s'intendono, di pari passo rispetto a quanto avviene in ambito civilistico, dei titoli di debito, emessi in massa, nell'ambito della medesima operazione compiuta a titolo di finanziamento e rispetto ai quali la società si impegna a restituire il capitale alla scadenza, oltre che l'eventuale corresponsione di cedole<sup>[14]</sup>.

A differenza dei dividendi, la remunerazione delle obbligazioni (i.e., il flusso reddituale di interessi) rappresenta un costo per la società emittente e, nel rispetto del carattere di effettività della capacità contributiva, il legislatore fiscale ha consentito alle società di compiere le dovute deduzioni dal proprio reddito imponibile, ma, pur sempre, entro i plafond di deducibilità previsti dall'art. 96 del TUIR.

La simmetria fiscale dei flussi reddituali, in quest'ambito, postula che al costo deducibile per l'emittente corrisponda, simmetricamente, l'imposizione fiscale della ricchezza in capo al finanziatore.

Da ultimo, qualora lo strumento finanziario non sia fiscalmente qualificato come titolo assimilato alle azioni, né come titolo assimilato alle obbligazioni, in via del tutto residuale, verrebbe ricondotto nella categoria dei titoli atipici di cui all'art. 5 del d.lgs. 30 settembre 1983, n. 512, recante "Disposizioni relative ad alcune ritenute alla fonte sugli interessi ed altri proventi di natura finanziaria". Ai sensi del citato art. 5, un provento viene ricondotto nella categoria dei titoli atipici se:

è ritraibile da un investimento in titoli o certificati di massa, purché diversi dalle azioni, obbligazioni e titoli similari; è qualificabile come reddito derivante dall'impiego di capitali. A ben vedere, giova segnalare che, allo stato attuale, la distinzione tra titoli similari alle obbligazioni e titoli atipici avrebbe scarso valore in termini di "tassazione-deduzione", in quanto, da un lato, per l'emittente la deduzione della remunerazione degli strumenti finanziari comunque denominati, di cui all'art. 44 del

TUIR, non è comunque ammessa per la parte che comporta, direttamente o indirettamente, la partecipazione ai propri risultati economici, di altre società del gruppo o dell'affare in relazione a cui i titoli sono stati emessi e, dall'altro, per il percettore i proventi sono totalmente imponibili alla stregua di interessi attivi.

Infine, si segnala che tale ricostruzione è stata anche di recente confermata, in un caso relativo ad una risposta ad istanza di interpello, ove l'Amministrazione finanziaria ha espressamente affermato che «nel qualificare un determinato titolo ai fini fiscali, occorre innanzitutto accertare che lo stesso non abbia le caratteristiche per essere considerato “similare alle azioni” (per via del fatto che la sua remunerazione non sia totalmente rappresentata dai risultati economici della società emittente) e, successivamente, verificare la sussistenza dei requisiti per ricondurlo tra i titoli “similari alle obbligazioni”, trattandolo residualmente, in caso contrario, come titolo atipico»<sup>[15]</sup>.

### 3. Il trattamento fiscale delle obbligazioni con clausola di partecipazione

Le obbligazioni partecipative sono titoli di debito che si caratterizzano per remunerare il titolare con una quota variabile proporzionale all'utile d'esercizio, in luogo di interessi. In questo senso, le obbligazioni partecipative, sembrano incorporare equity, piuttosto che debt.

Tale carattere non è di poco conto in ottica tributaria, poiché mentre l'interesse passivo, di regola, deve essere corrisposto a prescindere dai risultati imprenditoriali, il rendimento delle obbligazioni partecipative è incerto sia nell'an che nel quantum, alla stregua della remunerazione derivante degli strumenti finanziari partecipativi, di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., da cui tali obbligazioni mutuano la denominazione nonché il concetto stesso di “partecipazione”<sup>[16]</sup>.

Appare chiaro che se questi titoli vengono remunerati tenuto conto della partecipazione ai risultati economici dell'emittente, essi sono fiscalmente qualificati similari alle azioni, cui segue l'applicazione del relativo regime impositivo<sup>[17]</sup>. Questa costruzione trova un riscontro anche nella prassi amministrativa<sup>[18]</sup>, laddove viene previsto, sulla base di un orientamento ormai consolidato, che si applica il regime fiscale delle azioni, «qualora i proventi dei titoli siano costituiti totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente, di società dello stesso gruppo o di un affare, (...) indipendentemente dalla denominazione formale dei titoli», cioè a prescindere dal nome di obbligazione.

In ogni caso, vale la pena specificare che tali titoli, in quanto sostanzialmente obbligazionari, non attribuiscono al titolare diritti amministrativi e, inoltre, allorché la

società dovesse produrre utili, la decisione sulla distribuzione degli stessi spetta, pur sempre, agli azionisti e non di certo agli obbligazionisti<sup>[19]</sup>. Nonostante la presenza di elementi di divergenza in ottica civilistica, la disciplina fiscale opererebbe per una sostanziale assimilazione ai titoli azionari, posto il rispetto del criterio della remunerazione di cui normativo di cui all'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, nel senso che la remunerazione è costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici dell'emittente o di altre società appartenenti al gruppo. Logicamente, tale sistema determina una (parziale) esclusione da imposizione in capo al percettore, in forza dell'applicazione della regola dell'ineducibilità per l'emittente, ai sensi dell'art. 109, comma 9, lett. a), del TUIR.

La giustificazione dell'assimilazione sarebbe rinvenibile in ragioni di carattere elusivo potenzialmente a rischio di arbitraggio fiscale, già riscontrati nelle variabili dello schema dell'associazione in partecipazione. In particolare, si allude a situazioni caratterizzate da un vuoto d'imposizione e, dunque, generatrici di una doppia non tassazione, ove, da un lato, per l'erogante i flussi venivano qualificati come interessi passivi deducibili e, dall'altro, per il percettore non residente alla stregua di proventi esenti dal prelievo.

A tal riguardo, merita menzione il capoverso dell'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, che, in relazione ai titoli equiparati alle azioni emessi da un emittente estero, per contrastare tale evenienze, dispone che l'assimilazione alle azioni e, quindi, l'esclusione da imposizione, opera a condizione che la relativa remunerazione sia totalmente ineducibile nella determinazione del reddito nello Stato estero di residenza del soggetto emittente e l'ineducibilità deve risultare da una dichiarazione dell'emittente stesso o da altri elementi certi e precisi.

La situazione si complicherebbe ulteriormente, qualora l'obbligazione dovesse essere parzialmente partecipativa, in quanto il percettore sarebbe integralmente sottoposto a prelievo fiscale, attesa la mancata operatività del meccanismo dell'assimilazione alle azioni, in forza dell'assenza di una remunerazione costituita totalmente dai risultati economici della società; viceversa, l'emittente porterebbe in deduzione solo la quota che, direttamente o indirettamente, non comporti la partecipazione ai propri risultati economici, scontando il prelievo fiscale sull'altra<sup>[20]</sup>.

Il sistema delineato ha dovuto fare i conti con le novità introdotte a seguito dell'emanazione del d.l. 22 giugno 2012, n. 83 ("Decreto Sviluppo"), poi convertito con la legge 7 agosto 2012, n. 134, il cui obiettivo è stato quello di permettere alle società italiane con titoli non quotati in mercati regolamentati di avvalersi delle stesse offerte, in ambito industriale e finanziario, previste in altri sistemi europei<sup>[21]</sup>.

L'art. 32 del Decreto Sviluppo, rubricato "Nuovi strumenti di finanziamento dell'impresa", riguarda le cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili (c.d. Mini-bond<sup>[22]</sup>), disponendo che sono fruibili anche dalle società non emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese. Invero, si rileva che queste forme di finanziamento non sono estranee al nostro ordinamento con la precisazione che, nel periodo antecedente all'intervento di riforma attuato nel 2012, potevano farvi ricorso solo le società quotate, mentre, oggi, anche emittenti con titoli non oggetto di negoziazione in mercati regolamentati.

Ai sensi dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, le società non quotate possono emettere obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili d'impresa o di subordinazione, ovvero di entrambe, purché con scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi<sup>[23]</sup>. In particolare, possono essere emesse obbligazioni con clausola di subordinazione o di partecipazione<sup>[24]</sup>, ovvero con entrambe (c.d. obbligazioni partecipative rafforzate), anche da società senza titoli quotati nel mercato regolamentato o nei sistemi multilaterali di negoziazione, purché diverse dalle banche e dalle micro-imprese. Per ciò che rileva, ai fini tributari, non sembrano sussistere modifiche sostanziali della disciplina fiscale applicabile alle obbligazioni partecipative previste dal Decreto Sviluppo, che rimarrebbe, rebus sic stantibus, quella esaminata.

#### **4. Il trattamento fiscale delle obbligazioni con clausola di subordinazione e partecipazione (c.d. obbligazioni partecipative rafforzate)**

Assume fondamentale importanza, ai fini della presente trattazione, analizzare la disciplina fiscale delle obbligazioni subordinate e partecipative (c.d. obbligazioni partecipative rafforzate) previste dal Decreto Sviluppo, ove la clausola di subordinazione definisce i termini di postergazione del titolo rispetto agli altri creditori e, nel contempo, rafforza la struttura finanziaria dell'impresa, tutelando le prerogative dei creditori chirografari, mentre quella di partecipazione regola la remunerazione spettante al portatore del titolo, commisurandola al risultato economico d'esercizio<sup>[25]</sup>. Sotto altro profilo, si può notare che tale strumento finanziario "ibrido" consenta tanto di rafforzare il capitale senza intaccare l'equilibrio societario e proprietario, quanto di modulare gli esborsi finanziari in funzione dell'andamento positivo dell'attività d'impresa, favorendo le fasi di crescita e di ristrutturazione<sup>[26]</sup>.

A mente dell'art. 32, comma 24, del Decreto Sviluppo, per "obbligazioni partecipative" rafforzate s'intendono tutti i titoli che presentano:

una clausola di subordinazione; una clausola di partecipazione; il corrispettivo costituito

totalmente dalla parte variabile. La disciplina fiscale prevista è particolarmente innovativa e di “rottura” rispetto al sistema delineato dal TUIR, in quanto la componente variabile del corrispettivo costituirebbe un costo, oggetto di uno specifico accantonamento per oneri nel conto dei profitti e delle perdite dell'emittente, e, ai fini delle imposte sui redditi, potrebbe essere portata in deduzione dal reddito d'impresa, a condizione che il corrispettivo non sia costituito totalmente dalla parte variabile.

La norma permette all'emittente di dedurre, in sede di determinazione del reddito d'impresa, anche la remunerazione di tali titoli collegata ai propri risultati economici in deroga all'art. 109, comma 9, lett. a), del TUIR, che, sancisce, all'inverso, la regola dell'indeducibilità della remunerazione dovuta sugli 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<sup>[27]</sup>. Di riflesso, tale regime rappresenta, altresì, una deroga rispetto a quello previsto per le obbligazioni contenenti la sola clausola di partecipazione.

L'aver appurato che la remunerazione ritraibile dalle obbligazioni de quibus rappresenta un costo fiscalmente deducibile, necessita il compimento di un'ulteriore analisi volta a verificare se la deducibilità sia sottoposta alla disciplina fornita dall'art. 96 del TUIR, al pari delle ordinarie obbligazioni subordinate o meno.

Secondo un orientamento della dottrina, fondato sulla portata sistematica dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, l'applicazione della disciplina generale sulla deducibilità degli interessi passivi e del meccanismo del ROL, di cui all'art. 96 del TUIR, non sembra essere rispettosa dello spirito della riforma<sup>[28]</sup>. Il primo elemento, che devolve in tal senso, sarebbe dettato dalla locuzione «la remunerazione variabile è computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza», essendo prospettabile una possibile inosservanza di tale regola nell'ipotesi in cui la deduzione sia rinviata a periodi d'imposta successivi per incapienza del ROL ovvero di non essere realizzata affatto in caso di incapienza costante del ROL stesso. Tuttavia, sembra opportuno rammentare che le predette obbligazioni non contengono solo una clausola di partecipazione, ma anche di subordinazione e, come noto, il regime impositivo degli interessi passivi corrisposti dall'emittente, in relazione ai prestiti obbligazionari subordinati, è sottoposto alla disciplina prevista dall'art. 96 del TUIR.

In ogni caso, da ultimo, sembra essere condivisibile l'indirizzo della dottrina<sup>[29]</sup> secondo il quale, sebbene la presenza di posizioni contrastanti<sup>[30]</sup> ed in assenza di una posizione ufficiale assunta dall'Amministrazione finanziaria, la remunerazione delle obbligazioni partecipative rafforzate, in quanto legata al risultato dell'attività d'impresa, dovrebbe comportare un ritorno economico particolarmente elevato, che, se soggetto alle soglie di

deducibilità previste dall'art 96 del TUIR, potrebbe determinare una parziale nonché accentuata indeducibilità di tali interessi.

## 5. Osservazioni conclusive

L'analisi compiuta ha mostrato che l'ordinamento giuridico italiano è stato profondamente innovato sia dalla riforma del diritto societario che da quella del diritto tributario del 2003, ove, mentre la prima ha "aperto" i canali di finanziamento alle imprese, la seconda non solo ha previsto i metodi di tassazione applicabili agli strumenti finanziari, ma anche le categorie ed i criteri da impiegare per procedere all'attività di qualificazione fiscale del titolo "ibrido".

Le vere novità si sono registrate nel meccanismo di assimilazione alle azioni ed alle obbligazioni; laddove, nella specie, nel meccanismo di assimilazione alle azioni è emersa l'adozione del criterio della remunerazione, in luogo di quello del "rischio". L'attuale sistema sembra devolva, anche in ragione dell'orientamento ormai consolidato dell'Amministrazione finanziaria, verso un evidente favor rivolto alla categoria dei titoli assimilati alle azioni.

Il sistema vuoi in caso di assimilazione alle azioni vuoi in caso di assimilazione alle obbligazioni si fonda sul principio di simmetria fiscali dei flussi reddituali e, quindi, sull'inscindibile binomio, rispettivamente, in termini di "ineducibilità/esclusione da imposizione" e "deduzione/tassazione" che deve caratterizzare il regime impositivo degli strumenti finanziari "ibridi" sia in capo all'emittente che al percettore. La simmetria fiscale dei flussi reddituali consente di garantire non solo un trattamento fiscale simmetrico nell'operazione, ma anche una forma di neutralità nell'imposizione con l'intento di eliminare fenomeni distorsivi del potere impositivo in termini doppia imposizione ovvero doppia non tassazione.

Il caso emblematico del regime impositivo riservato alle obbligazioni partecipative è elemento da cui desumere che la formulazione dell'art. 44, comma 2, lett. c), del TUIR determina un progressivo ed inesorabile allontanamento della nozione fiscale di titolo obbligazionario da quella civilistica. In effetti, l'obbligazione partecipativa, emessa ai sensi dell'art. 2411, comma 2, c.c., a prescindere dalla qualificazione civilistica di titolo di debito, verrebbe fiscalmente qualificata come strumento finanziario assimilato alle azioni.

La principale ragione di questa differenza tra il diritto tributario ed il diritto societario si spiega agevolmente dall'adozione, da parte del legislatore tributario, del criterio della remunerazione, posto che l'obbligazione partecipativa si caratterizza per attribuire al sottoscrittore una quota diretta degli utili d'esercizio dell'emittente variabili sia

nell'an che nel quantum. Pertanto, mentre la nozione di matrice civilistica di "partecipazione" si fonda sul concetto di partecipazione al rischio d'impresa, il diritto tributario rimane indifferente a tale accezione, essendo previsto il medesimo trattamento fiscale per il socio e per il titolare di una siffatta obbligazione allorché sia rispettato il criterio di cui all'art. 44, comma 2, lett. a), del TUIR, ossia qualora la remunerazione dello strumento finanziario "ibrido", ancorché obbligazionario, sia costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale titolo è stato emesso.

---

## Note e riferimenti bibliografici

[1] In tal senso F. RASI, Lacune nella nozione di redditi finanziari, in *Rass. trib.*, 2007, V, 1409.

[2] N. ABRIANI, La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 131 ss..

[3] Si rinvia a U. TOMBARI, Azioni di risparmio e tutela dell'investitore, in *Riv. soc.*, 2002, 5, 1062 ss.; A. GIANNELLI, Le obbligazioni ibride. Tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale, Milano, 2013, 1; B. LIBONATI, Titoli di credito e strumenti finanziari, Milano, 1999, 210; M. MIOLA, I conferimenti in natura, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo, G. E. Portale, Torino, 2004, 260 ss..

[4] R. MC CORMICK, H. CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International legal aspects*, Londra, 1987, 1 ss.; M. HELMINEN, The dividend concept in *International Tax Law*, Londra, 1999, 5; M. HELMINEN, Classification of Cross-Border Payments on Hybrid Instruments, in *IBFD*, 2004, 56 ss.; J. BUNDGAARD, Classification and Treatment of Hybrid Financial Instruments and Income Derived Therefrom under EU Corporate Tax Directives, in *European Taxation*, 2010, 442 ss..

[5] Si esprime in questo senso A. VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, Torino, 2012, 76.

[6] A. PISANI MASSAMORMILE, Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi, in *Riv. soc.*, 2003, 1269.

[7] U. TOMBARI, Azioni di risparmio e strumenti "ibridi" partecipativi, Firenze, 2000, 17 ss..

[8] È stato riportato quanto disposto dall'art. 4, commi 4 e 5, della legge 3 ottobre 2001, n. 366.

[9] M. GIACONIA, M. RICCIARDI, Le categorie di azioni con particolari diritti e gli strumenti partecipativi "ibridi", in *Corr. trib.*, 2004, I, 19.

[10] G. ESCALAR, Il nuovo regime di tassazione degli utili da partecipazione e dei proventi equiparati nel decreto legislativo di "riforma dell'imposizione sul reddito della società", in *Rass. trib.*, 1997, 1942.

[11] Cfr. Agenzia delle Entrate, Circolare: Il nuovo regime di tassazione dei dividendi. Decreto Legislativo 12 dicembre 2003, n. 344, 16 giugno 2004, n. 26/E, 15, ove viene espressamente decretato che «qualora i proventi dei titoli siano costituiti totalmente dalla partecipazione ai risultati economici della società emittente, di società dello stesso gruppo o di un affare, essi sono assoggettati al medesimo regime fiscale delle azioni ai sensi dell'articolo 44, comma 2, lettera a), del T.U.I.R., indipendentemente dalla denominazione formale dei titoli cui i proventi si riferiscono». Orientamento confermato in Agenzia delle Entrate, Circolare: Risposte fornite in occasione di incontri con la stampa Specializzata, 13 febbraio 2006, n. 6/E, 8, nella quale è stato sostenuto che «gli strumenti finanziari - indipendentemente dalla loro denominazione formale - sono assimilati alle azioni e godono del medesimo regime fiscale degli utili qualora sono caratterizzati da una remunerazione totalmente collegata ai risultati economici della società emittente (o di una società del gruppo o dell'affare in relazione al quale sono stati emessi)».

[12] In questi termini, Agenzia delle Entrate, Risposta ad istanza di interpello: articoli 44, comma 2, lettera a), e 101, comma 5, del TUIR. Perdite subite su contratto di vendor loan e su strumenti finanziari convertibili, 8 ottobre 2018, n. 29, 8.

[13] Sulla simmetria fiscale dei flussi reddituali, senza alcuna pretesa di esaustività, si veda M. BEGHIN, Dividendi, plusvalenze, minusvalenze e simmetrie fiscali, in *Corr. trib.*, 2007, XII, 938; C. GARBARINO, Le plusvalenze esenti, in *Imposta sul reddito delle società*, a cura di F. Tesauro, Torino, 2007, 186; D. STEVANATO, Servizi "intercompany", divieto di doppia imposizione e simmetria dei flussi reddituali, in *Dial. trib.*, 2011, I, 1.

[14] N. ARQUILLA, S. CAPILUPI, La nozione di titoli obbligazionari tra disciplina civilistica e fiscale, in *Corr. trib.*, 2009, IX, 687.

[15] Agenzia delle Entrate, Risposta ad istanza di interpello: la corretta qualificazione di titoli e il trattamento fiscale,

ai fini Ires, dei relativi interessi, 31 agosto 2020, n. 291, 10.

[16] V. MUCCIOLI, Simmetrie fiscali e obbligazioni partecipative. – Obbligazioni partecipative tra “PEX” e regime delle perdite su crediti, in *Dial. trib.*, 2013, II, 173 ss., ove, tuttavia, l’Autore specifica che se l’emittente non rimborsa il capitale, il creditore deve sopportare economicamente la perdita. Trattasi un evento che, allo stesso modo delle minusvalenze da cessione, assume una piena rilevanza fiscale e, nonostante in entrambi i casi sia riscontrabile un impoverimento del sottoscrittore, l’applicazione del regime della participation exemption alla minusvalenza da cessione non si può estendere anche alla perdita (totale o parziale) del credito partecipativo. In tal caso, la perdita del sottoscrittore dovrà necessariamente essere sottoposta alla disciplina della perdita su crediti, di cui all’art. 101 del TUIR, infatti, dato che la minusvalenza è fiscalmente deducibile per l’emittente, l’applicazione del medesimo regime al mancato rimborso del capitale all’obbligazionista determinerebbe: per un verso, un perdita in capo al sottoscrittore, e, per l’altro, un flusso economico positivo per la società. In aggiunta, viene sostenuto l’Autore sostiene che «certamente può verificarsi in concreto uno sfasamento tra un creditore, che deduce la perdita del credito, ed un debitore che non rileva alcuna sopravvenienza attiva, ma ciò non dovrebbe mettere in dubbio che vi è comunque un equilibrio impositivo tra deduzione e tassazione».

[17] G. ESCALAR, Il regime fiscale di azioni, quote e strumenti simili per le società IAS Adopter, in *La fiscalità delle società IAS/IFRS*, a cura di G. Zizzo, Milano, 2011, 193.

[18] Agenzia delle Entrate, circolare n. 26/E, cit., 15.

[19] R. LUPI, Simmetrie fiscali e obbligazioni partecipative. – Un’assimilazione “scivolosa”, cit., 173 ss..

[20] Sul punto si veda anche A. CAPUOZZO, Sinossi delle nuove tipologie di strumenti finanziari tra disciplina civilistica e regime fiscale, in *Impr. comm. ind.*, 2005, X, 1513 ss.; A. RAFFAELE, Strumenti finanziari partecipativi, in *Prat. cont.*, 2005, I, 5.

[21] È quanto si evince dalla Relazione illustrativa al d.l. n. 83 del 2012.

[22] Per una trattazione analitica sui mini-bond si veda M. SODINI, Il regime fiscale dei mini bond fra deduzioni ed esenzioni, in *A&F*, 2014, IV, 32 ss.; S. AUGUSTO, Il mini-bond «incentivante»: il caso Bomi, in *A&F*, 2015, I, 81 ss..

[23] Nella versione originaria del Decreto Sviluppo risultava il termine di sessanta mesi, che sono stati ridotti a trentasei mesi in sede di conversione.

[24] D. CAGNONI, A. D’UGO, A. GERMANI, Obbligazioni subordinate partecipative: aspetti fiscali di uno strumento di mercato, in *Il fisco*, 2016, XXI, 2036 ss., che specificano che la clausola di partecipazione, ai sensi dell’art. 32, comma 21, del Decreto Sviluppo, è costituita da due componenti: da un lato, la parte fissa, che non può essere inferiore al tasso ufficiale di riferimento, ossia al parametro determinato dalla BCE di rifinanziamento delle altre banche, e, dall’altro, la parte variabile è data da una somma commisurata al risultato economico dell’esercizio. Inoltre, la parte variabile è individuata al momento dell’emissione e deve rispettare il rapporto tra il valore nominale delle obbligazioni partecipative e la somma del capitale sociale, aumentato della riserva legale e di quelle disponibile risultanti dall’ultimo bilancio approvato, e del medesimo valore delle obbligazioni de quibus.

[25] È quanto si desume dalla Relazione illustrativa al Decreto Sviluppo.

[26] Cfr. A. GULISANO, R. CACCIA, Obbligazioni subordinate e con clausola di partecipazione all’utile, in *Bil. redd. d’impr.*, 2012, XI, 32 ss..

[27] E. MIGNARRI, Le modifiche al trattamento fiscale di alcuni strumento di finanziamento dell’impresa, in *Il fisco*, 2013, XX, 3017.

[28] D. CAGNONI, A. D’UGO, A. GERMANI, Obbligazioni subordinate partecipative: aspetti fiscali di uno strumento di mercato, cit., 2036 ss..

[29] D. CAGNONI, A. D’UGO, A. GERMANI, Obbligazioni subordinate partecipative: aspetti fiscali di uno strumento di mercato, cit., 2036 ss., che ritengono che l’emittente debba procedere ad un’integrale deduzione degli interessi passivi senza essere vincolato all’art. 96 del TUIR. In modo non dissimile, G. D’ANGELO, M. PIAZZA, Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito, in *Il Sole 24Ore*, 5 settembre 2012.

[30] A. GULISANO, R. CACCIA, *Obbligazioni subordinate e con clausola di partecipazione all'utile*, cit., 32 ss..

---

\* Il simbolo {https/URL} sostituisce i link visualizzabili sulla pagina:  
<https://rivista.camminodiritto.it/articolo.asp?id=5847>