

**Aldo Bompani  
Edoardo Catelani**

**PROJECT BOND  
& COMMERCIAL PAPER**

**Obbligazioni garantite,  
subordinate, partecipative  
e cambiali finanziarie  
alla ricerca di investitori  
qualificati**

**FrancoAngeli**

*Università degli Studi di Firenze  
Facoltà di Economia  
Dipartimento di Scienze Aziendali*

COLLANA DELL'OSSERVATORIO-LABORATORIO  
BANCHE, IMPRESE, FONDAZIONI

---

*Comitato scientifico*

Professori Aldo Bompani, Elena Cenderelli, Giampaolo Gabbi, Lorenzo Gai, Paola Musile Tanzi, Loris Nadotti

Aldo Bompani, *Le Fondazioni bancarie. Profili organizzativi, civilistici, gestionali e di bilancio*, 2000.

Edoardo Catelani, *Il futuro delle Fondazioni bancarie tra holding di partecipazioni creditizie ed elargizioni al terzo settore*, 2005.

Aldo Bompani, *La tutela del risparmio. Parte I. Amministratori indipendenti, sindaci, azioni di responsabilità e deleghe, società non trasparenti, Fondazioni bancarie, dirigenti contabili, stock options, Banca d'Italia*, 2006.

Lorenzo Gai, *Il rating delle PMI. Un approccio metodologico per banche, confidi e intermediari finanziari*, 2008.

Lorenzo Gai (a cura di), *Lineamenti di gestione bancaria. Seconda edizione*, 2012.

Edoardo Catelani, *Home loans, securitization, subprime mortgage crisis*, 2011.

Lorenzo Gai (a cura di), *La nuova attività dei Confidi. Profili gestionali, contabili e regolamentari*, 2011.

Aldo Bompani, Edoardo Catelani, *Project bond & Commercial paper. Obbligazioni garantite, subordinate, partecipative e cambiali finanziarie alla ricerca di investitori qualificati*, 2012.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Aldo Bompani**  
**Edoardo Catelani**

**PROJECT BOND  
& COMMERCIAL PAPER**

**Obbligazioni garantite,  
subordinate, partecipative  
e cambiali finanziarie  
alla ricerca di investitori  
qualificati**

*Università degli Studi di Firenze*  
*Facoltà di Economia*  
*Dipartimento di Scienze Aziendali*

**FrancoAngeli**

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Nota degli autori</b>	pag.	9
<b>1. Le agevolazioni fiscali</b>	»	11
1. Caratteri generali	»	11
2. Le agevolazioni tributarie: a. Il regime fiscale degli interessi	»	12
3. Le agevolazioni tributarie: b. La deducibilità degli interessi passivi per la società di progetto	»	14
4. Le agevolazioni tributarie: c. Le imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa	»	16
5. Il tempo a disposizione per usufruire delle agevolazioni	»	17
6. L'applicabilità delle agevolazioni anche ai debiti contratti precedentemente all'entrata in vigore del decreto sviluppo	»	18
7. Se le agevolazioni tributarie siano condizionate alla prestazione di garanzie sulle obbligazioni <i>et similia</i>	»	18
8. L'ulteriore agevolazione tributaria prevista dall'art. 32 del "decreto sviluppo" per le obbligazioni congiuntamente partecipative e subordinate anche fuori del contesto dei <i>project bond</i>	»	20
<b>2. Finanza di progetto. La normativa extra-tributaria di riferimento</b>	»	21
1. Premessa operativa	»	21
2. La società di progetto nella prassi corrente	»	22

3. Le società di progetto nel contesto della disciplina agevolativa	pag. 24
4. Gli investitori qualificati	» 29
<b>3. Il decreto di concerto 5 agosto 2012 tra il ministro dell'economia e delle finanze e il ministro delle infrastrutture e dei trasporti</b>	» 32
1. Le finalità del decreto	» 32
2. L'ambito di applicazione. La durata e la scadenza della garanzia	» 33
3. L'ambito di applicazione. L'intervento retroattivo della garanzia	» 35
4. I soggetti garanti: banche e altri intermediari finanziari	» 36
5. I soggetti garanti nella pratica operativa corrente	» 38
6. Le modalità di collocamento dei <i>corporate bond</i> estensibili ai <i>project bond</i> di nuova concezione	» 40
7. I soggetti garanti diversi dalle banche. Le imprese di assicurazione	» 42
8. I soggetti garanti diversi dalle banche. La Cassa Depositi e Prestiti SpA, la SACE	» 43
9. I soggetti garanti diversi dalle banche. La Banca Europea degli investimenti e la Finanza di Mezzanino	» 44
10. L'emanando decreto interministeriale riguardante le garanzie da prestarsi dalle fondazioni e dai fondi privati	» 46
<b>4. Le modalità attuative degli interventi a garanzia dei <i>project bond</i></b>	» 48
1. Le garanzie concesse e i loro connotati	» 48
2. Gli adempimenti di natura economico finanziaria collegati al rilascio delle garanzie. La valutazione del merito creditizio del soggetto emittente	» 50
3. La valutazione dell'adeguata sostenibilità economico finanziaria degli investimenti	» 53
4. La redditività potenziale dell'opera infrastrutturale o del nuovo servizio di pubblica utilità	» 57

5. La cornice di inquadramento del <i>project financing</i> : il piano economico finanziario	pag. 59
6. La copertura della garanzia e la sua escussione	» 62
7. Il documento per l'offerta denominato <i>offering circular</i>	» 64
8. La disciplina dei rapporti di regresso	» 65
<b>5. Le forme obbligazionarie che i <i>project bond</i> possono assumere</b>	» 67
1. Premessa. Le obbligazioni ordinarie	» 67
2. Le obbligazioni convertibili	» 69
3. Le obbligazioni subordinate	» 72
4. Le obbligazioni partecipative all'andamento economico della società di progetto	» 74
5. Le obbligazioni indicizzate	» 76
6. Le obbligazioni <i>cum warrant</i>	» 77
7. Le obbligazioni a premio	» 78
8. Le obbligazioni perpetual e callable	» 78
9. Le obbligazioni "convertendo"	» 79
10. Le obbligazioni <i>covered</i>	» 80
11. Le obbligazioni <i>zero-coupon</i>	» 80
12. Le obbligazioni strutturate	» 81
13. I titoli di debito	» 82
14. L'eventuale quotazione delle obbligazioni su alcuni mercati regolamentati	» 85
<b>6. Le nuove obbligazioni partecipative subordinate e agevolate</b>	» 88
1. Premessa	» 88
2. La gradazione della subordinazione e i limiti quantitativi alla loro emissione	» 89
3. Le obbligazioni partecipative agli utili	» 92
4. Le regole per calcolare il risultato di esercizio	» 95
5. Le obbligazioni simultaneamente partecipative e subordinate e l'agevolazione tributaria per la società che le emette	» 98



6. La sopravvenuta assenza di vincoli quantitativi per l'emissione di obbligazioni quotate oppure convertibili o con warrant e l'inerente agevolazione tributaria	pag. 102
<b>7. Le cambiali finanziarie (<i>commercial paper</i>)</b>	» 105
1. Il <i>commercial paper</i>	» 105
2. Le cambiali finanziarie	» 106
3. Il contenuto della cambiale finanziaria	» 107
4. L'identificazione degli emittenti e lo <i>sponsor</i>	» 108
5. Gli obblighi di segnalazione dello <i>sponsor</i>	» 111
6. L'improvvida rinuncia alla nomina dello <i>sponsor</i>	» 115
7. L'esenzione dalla certificazione per un periodo transitorio	» 116
8. L'equiparazione delle cambiali finanziarie alle forme di raccolta del risparmio	» 117
9. Le cambiali finanziarie dematerializzate	» 118
10. Le disposizioni tributarie	» 119
11. Alcune disposizioni finali	» 121
<b>Bibliografia</b>	» 122

## NOTA DEGLI AUTORI

Con questa nostra fatica abbiamo voluto anche noi recare un contributo, come è nelle finalità del “decreto sviluppo” o “decreto crescita”, al rilancio dell’economia del nostro Paese.

Abbiamo inteso non soltanto fare opera di divulgazione, ma altresì contribuire positivamente a risolvere i dubbi e le incertezze suscitate dall’approssimativa formulazione delle norme, conseguenza di un’affrettata e non ponderata legiferazione. Cosicché le benefiche conseguenze che ci si attendono dai provvedimenti varati non subiscano dilazioni.

Confidiamo che l’intento che ci ha mosso possa trovare un suo felice e tempestivo compimento.

**Avvertenza** – Pur essendo frutto di riflessioni comuni i capp. 1, 2, 3 e 7 sono da attribuire ad Aldo Bompani i capp. 4, 5 e 6 a Edoardo Catelani.



# 1. LE AGEVOLAZIONI FISCALI

## 1. Caratteri generali

Questo scritto si prefigge di illustrare la disciplina delle obbligazioni e dei titoli di debito, definiti dalla stessa normativa *project bond(s)* (nel seguito anche PB), per ultimo disciplinati con disposizioni di natura tributaria dall'art. 1 del DL 83/2012 convertito in legge 7 agosto 2012, n. 134 (nel seguito anche art. 1 PB). Questa norma confluisce nell'alveo di una legislazione antecedente, in tema di *finanza di progetto* non già di portata generale, bensì circoscritta a interventi volti a realizzare lavori pubblici, infrastrutture o servizi di pubblica utilità.

Una prima osservazione da farsi rileva che le nuove provvidenze non riguardano in generale qualsiasi iniziativa, sia pure utile e vantaggiosa per la collettività, promossa da società di progetto con connotati privatistici ma solamente quelle a matrice pubblicistica, come avremo modo di approfondire nel seguito.

Un ulteriore carattere innovativo del provvedimento in esame è quello di incentivare non soltanto l'afflusso immediato di capitali essenzialmente a titolo di debito alle società di progetto da parte degli intermediari creditizi, ma altresì la creazione di un mercato secondario, sia pure non esteso a tutti i risparmiatori investitori ma circoscritto ai così detti *investitori qualificati*.

L'intento, abbastanza innovativo rispetto allo schema tipico del *project financing* (nel seguito anche PF) e reso palese dalla rubrica del capo primo del titolo primo della legge che recita "Infrastrutture. Misure per l'attrazione di capitali privati".

Nello schema classico del *project financing*, infatti, le banche sono chiamate, con prestiti sindacati, al diretto finanziamento dei progetti. Il che non impedisce, e non ha impedito nel passato, che quelli stessi prestiti potessero essere oggetto, in un secondo momento e con strumentazioni estranee al *project financing* propriamente detto, di operazioni di cartolarizzazione (*se-*

*curitization*) che facessero confluire detti prestiti in *collateral debt obligation* quali i titoli salsiccio di infausta memoria emessi da Lehman Bros.

L'accentuazione di questo intento diffusivo volto ad assicurare un mercato secondario di *project bond* è comprovato dall'emanazione del Decreto Interministeriale del Ministero dell'economia e delle finanze e di quello delle infrastrutture e dei trasporti (decreto che sarà oggetto di specifico esame nel cap. 3) volto a disciplinare le garanzie che debbono assistere Obbligazioni e Titoli di Debito (nel seguito Obbligazioni *tout court*) al momento che questi vengono diffusi tra il pubblico degli *investitori qualificati*.

In conclusione il provvedimento in esame si caratterizza per questi tre elementi principali:

- riconoscimento di agevolazioni tributarie sulle Obbligazioni e sulle società che le emettono;
- limitazione delle agevolazioni ai soli *project financing* qualificati da un'iniziativa del settore pubblico;
- sostituzione dei prestiti sindacati direttamente effettuati dalle banche in prestiti obbligazionari patrocinati dalle banche stesse;
- assetto garantistico e di tutela nei confronti degli investitori qualificati che rilevano le Obbligazioni dagli originari emittenti, cioè dalle società veicolo.

Nel seguito e dopo aver detto delle agevolazioni tributarie saranno trattati argomenti della normativa extra tributaria sulle società di progetto (cap. 2), del decreto ministeriale 8 agosto 2012 che disciplina nei dettagli i *project bond* (cap. 3) delle modalità attuative degli interventi a garanzia delle obbligazioni (cap. 4), delle forme obbligazionarie che i *project bond* potranno assumere (cap. 5), delle nuove obbligazioni partecipative, subordinate e agevolate (cap. 6), delle Cambiali Finanziarie rivisitate (cap. 7).

## **2. Le agevolazioni tributarie: a. Il regime fiscale degli interessi**

Si è detto che il profilo sostanziale della nuova normativa si identifica nelle agevolazioni tributarie. Queste sono di triplice natura:

- il regime fiscale degli interessi sulle Obbligazioni;
- la deducibilità degli interessi per la società di progetto;
- le imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa.

Cominciamo a esaminare il primo profilo, concernente il *regime fiscale degli interessi sulle obbligazioni*.

Il primo comma dell'art. 1 PB così recita:

*Gli interessi sulle obbligazioni di progetto emesse dalla società di cui all'art.*

*157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 103, sono soggette allo stesso regime fiscale previsto per i titoli del debito pubblico.*

Si perviene quindi a una totale equiparazione al regime di ritenute fiscali alla fonte dei Titoli di Stato che attualmente prevede l'aliquota del 12,5 per cento, delle Obbligazioni in discorso. La norma fissa un'automatismo perfetto e una ricezione totale nella misura del tributo. Per cui, se in futuro la percentuale prevista per i titoli di Stato dovesse variare, si verrebbe anche per le Obbligazioni a un allineamento immediato. Difficoltà interpretative indubbiamente sorgerebbero se, all'interno degli stessi titoli di Stato, si pervenisse a un regime di ritenute differenziato.

Il problema più rilevante che emerge alla luce di questo primo comma concerne il riferimento dell'agevolazione alle sole Obbligazioni, emesse dalle società, per azioni, o anche ai Titoli di debito che l'art. 2483 c.c. prevede possano essere emesse dalle società a responsabilità limitata.

Il problema insorge perché, come vedremo commentando il comma terzo dello stesso art. 1 PB in tema di imposte indirette, questo menziona espressamente, ai fini dell'agevolazione, le "emissioni di obbligazioni e titoli di debito". Vi è da chiedersi pertanto, se l'omissione fattane al primo comma dell'art. 1 precluda il beneficio della ritenuta agevolata ai Titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata oppure non. L'argomento a favore dell'esclusione si riconduce all'antico brocardo "ubi lex voluit, dixit, ubi non voluit non dixit".

Una soluzione del genere, tuttavia, risulterebbe totalmente illogica e contraria alla *mens legis*, che si propone di agevolare non solo le società per azioni ma altresì le società a responsabilità limitata. Né la discriminazione si giustificerebbe in ragione della diversa natura del titolo di credito. Perché, infatti, non ha senso penalizzare i "titoli di debito", sia pure frutto di una definizione evanescente e non specificata, a fronte dell'amplissima congerie dei titoli di natura obbligazionaria che verranno esaminati partitamente al cap. 5.

Sussiste, però, anche un argomento letterale, oltre che logico, a favore della tesi dell'equiparazione. Il quarto comma dell'art. 1 PB, che esamineremo tra breve, nuovamente prevede solo per le Obbligazioni e, quale intervallo minimo di tempo per usufruire delle agevolazioni, un termine triennale. Agevolazioni che ricomprendono anche quella, prevista al comma 3 per i Titoli di debito. Ma la menzione concernente la durata è fatta, come testè detto, solo per le Obbligazioni. Seguendo allora un'interpretazione letterale si giungerebbe alla conclusione, parimenti assurda, che per i Titoli di debito, e allo scopo di usufruire dell'agevolazione sia pure ai soli

fini delle imposte dirette, non sussisterebbe alcun termine finale di durata triennale per la loro emissione.

In conclusione, laddove all'art. 1 PB si legge anche solamente "Obbligazioni", la previsione deve essere estesa anche ai Titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c.

### **3. Le agevolazioni tributarie: b. La deducibilità degli interessi passivi per la società di progetto**

Il secondo comma dell'art 1 PB così dispone:

*All'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, dopo le parole: "diversi dalle banche" sono aggiunte le seguenti: "e dalle società di cui all'art. 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163".*

Occorre quindi rifarsi alla norma anteriore, vecchia ormai di 17 anni, la quale con l'inserzione predetta, viene così a leggersi.

Se i titoli indicati nel comma 1 dell'*articolo 26* del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, sono emessi da società o enti, diversi dalle banche e "*dalle società di cui all'art. 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163*", il cui capitale è rappresentato da azioni *non* negoziate in *mercati regolamentati* degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'*articolo 168 bis*, comma 1, del testo unificato delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, ovvero da quote, gli *interessi passivi sono deducibili* a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore:

- a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni e i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al citato decreto, o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;
- b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli similari diversi dai precedenti. Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione superi i limiti di cui al periodo precedente, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono deducibili dal reddito di impresa. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze i limiti indicati nel primo periodo possono essere variati tenendo conto dei tassi effettivi di remunerazione sono rilevati avendo riguardo, ove necessario, all'importo e alla durata del prestito nonché alle garanzie prestate.

La logica sottostante alla norma fu quella di evitare, per le società diverse dalle banche e dalle società quotate, che sotto forma di tassi di interesse sulle obbligazioni estremamente elevati, tassati alla fonte con ritenuta a titolo di imposta, si precostituissero costi fiscalmente deducibili che riducessero in tal modo il reddito imponibile delle società soggetto a un'aliquota di imposta ben superiore. In tal modo si sono resi fiscalmente indeducibili gli interessi eccedenti i limiti indicati nella norma.

Ovviamente dall'osservanza di tale limite furono escluse le banche per non coartare la loro indispensabile discrezionalità operativa mentre per le società quotate veniva posto un limite più ampio nella determinazione dei tassi di interesse rispetto a tutte le altre società.

Adesso vengono totalmente escluse dai limiti alla misura dei rendimenti anche le società di progetto con connotati pubblicistici le quale vengono totalmente equiparate alle banche.

*Sedes materiae* merita inoltre ricordare l'ulteriore limite alla deducibilità degli interessi previsto dall'art. 96 del Testo unico delle imposte sui redditi. Detta norma circoscrive anch'essa la deducibilità degli interessi fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati e per l'eccedenza li rende detraibili nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica e, in base alla previsione fattane al terzo comma, estende la sua portata anche agli interessi passivi derivanti dall'emissione delle obbligazioni.

Tuttavia, anche in questo caso, e con equiparazione al regime applicabile alle banche già il secondo periodo del quarto comma dello stesso art. 96 prevedeva e prevede tuttora che "le disposizioni dei commi precedenti non si applicano, inoltre [omissis] alle società di progetto costituite ai sensi dell'art. 156 del codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture, di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163", la quale è appunto la legge in cui oggi viene a incastonarsi la disciplina agevolatrice in esame.

Conclusivamente si può affermare che non vi sono limiti di alcun genere alla deducibilità degli interessi passivi derivanti dai *project bond* anche in dipendenza di questa pregressa normativa.

Le disposizioni in discorso risultano particolarmente incisive sugli esiti reddituali di natura tributaria delle società di progetto *de quo*. Evita infatti che i risultati, per lo più in sostanziale pareggio se non addirittura in perdita, che caratterizzano i primi esercizi delle società di progetto, a motivo del mancato sostenimento di ricavi che cominceranno ad affluire solo a infrastrutture o opera pubblica ultimata, si trasformino in esercizi in utile per effetto esclusivo del mancato riconoscimento, quali oneri deducibili, degli interessi corrisposti sulle Obbligazioni.



#### **4. Le agevolazioni tributarie: c. Le imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa**

Il terzo comma dell'art. 1 PB prevede che

*le garanzie di qualunque tipo da chiunque in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni di obbligazioni e titoli di debito da parte delle società di cui all'articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, nonché le relative eventuali surroghe, prestazioni, finanziamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni, sono soggette all'imposta di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa di cui rispettivamente al decreto del presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131 e al decreto legislativo 31 ottobre 1990, n. 347.*

Le agevolazioni in discorso riguardano stavolta i tributi indiretti di registro e le imposte ipotecarie e catastali che vengono tutte, indifferentemente applicate in misura fissa di 168 euro.

In particolare, e con riguardo all'imposta di registro di cui al DPR 26 aprile 1986, n. 131, l'art. 8 della tariffa Allegato B, Tabella. Atti per i quali non vi è obbligo di chiedere la registrazione, contempla tra questi "le azioni, obbligazioni altri titoli dei soci e di massa e relative girate, titoli di stato o garantiti; atti, documenti e registri relativi al movimento, a qualunque titolo, e alla compravendita degli stessi titoli e dei valori in moneta o verghe, salvo quanto disposto dall'art. 11 della Tariffa, parte prima, e dall'art. 2 della tariffa, parte seconda" (queste due ultime eccezioni riguardano rispettivamente gli atti pubblici e le scritture private non autenticate riguardanti entrambi le partecipazioni in società che sono tassate in misura fissa di 168 euro).

Leggendo il su riportato art. 8 si osserva che l'esonero da registrazione riguarda solo le obbligazioni e "gli altri titoli di serie o di massa". Ove, quindi, i *titoli di debito* emersi dalle società a responsabilità limitata non possedessero il requisito di una cartolarizzazione che li suddivida in titoli di serie e di massa sarebbero potenzialmente soggetti a imposta di registro presumibilmente in base all'art. 3 della tariffa, Parte Prima. Tuttavia, in conseguenza del dispositivo del comma ora in esame, anche se fossero esplicitati nella forma di un contratto unico, e quindi non suddivisi, sarebbero anch'essi soggetti all'applicazione agevolata dell'imposta di registro in misura fissa di 168 euro.

Passando adesso a considerare le imposte ipotecarie e catastali di cui al decreto legislativo 31 ottobre 1990, n. 347, si osserva che l'inerente agevolazione della tassazione in misura fissa di 168 euro anziché nella misura percentuale del 3 per cento.

L'eventualità di questa imposizione emergerebbe per il caso in cui le emissioni obbligazionarie di cui trattiamo fossero assistite da una garanzia ipotecaria di primo grado su immobili di proprietà, così come espressamente prevede il terzo comma dell'art. 2412 c.c. (di cui ci occuperemo in seguito) laddove i beni immobili fossero costituiti dall'infrastruttura o dall'opera pubblica con caratteri di disponibilità (e quindi che non costituissero bene demaniale) che si va realizzando appunto con la società di progetto.

Le altre previsioni di questo comma terzo dell'art. 1 PB riguardano, vicende, particolarità o qualificazioni, emergenti sin dall'inizio o verificantesi successivamente, concernenti le Obbligazioni *latu senso* (e quindi ricomprendenti anche i Titoli di debito), tutte tassate in misura fissa di 168 euro. Così è, quindi, per eventuali surroghe, postergazioni, finanziamenti e cancellazioni totali o parziali di ipoteche o vincoli, nonché per le cessioni di credito che riguardino le obbligazioni medesime.

Si osserva infine, in via incidentale, che nell'ipotesi di conversione in capitale di obbligazioni convertibili l'art. 4, lettera g) della Tariffa Allegato A, parte prima già prevede la tassazione in misura fissa di 168 euro.

## **5. Il tempo a disposizione per usufruire delle agevolazioni**

Passiamo a considerare il quarto comma dell'art. 1 PB secondo il quale "le disposizioni dei commi 1, 2 e 3 si applicano alle obbligazioni emesse nei tre anni successivi alla data di entrata in vigore del presente decreto". Poiché il decreto legge 83/2012 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale in data 26 giugno 2012 ed entrava in vigore il giorno successivo, il termine finale per usufruire delle agevolazioni delle quali abbiamo sin qui discorso scade il 26 giugno 2015. Ci sembra dubbio, poi, che la data di riferimento debba essere quella della data del 12 agosto 2012 di entrata in vigore della legge 7 agosto 2012, n. 134 di conversione del decreto legge.

Si osservi che questo termine triennale non riguarda affatto, e quindi non interferisce, con la durata del prestito obbligazionario che viene emesso dalla società di progetto. Quindi, se le Obbligazioni avessero una scadenza ventennale i benefici *de quo* permarrebbero per l'intero ventennio.

Un'ultima notazione riguarda gli atti che debbono essere compiuti entro il predetto termine del 26 giugno 2015.

La norma di commento si esprime in termini di *obbligazioni emesse*. Il momento giuridico da prendersi in considerazione per la scadenza finale dell'agevolazione non è quindi quello della delibera del Consiglio di Amministrazione o dell'Assemblea che delibera l'emissione, e neppure quello

dell'eventuale sottoscrizione, bensì quello successivo nel quale le obbligazioni medesime vengano effettivamente emesse (anche in forma virtuale) e assegnate ai sottoscrittori previo pagamento del loro controvalore.

## **6. L'applicabilità delle agevolazioni anche ai debiti contratti precedentemente all'entrata in vigore del decreto sviluppo**

Il quinto e ultimo comma dell'art. 1 PB statuisce che

*è emessa l'emissione di Obbligazioni ai sensi dell'art. 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione delle infrastrutture o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui sia titolare.*

La fattispecie qui presa in considerazione è quella di iniziative con connotazioni di pubblica utilità promosse antecedentemente alla novella in discorso che abbiano contratto debiti, per esempio con il sistema bancario. Anche in questa ipotesi è possibile, sia pure tardivamente, esplicitare in obbligazioni il debito non cartolarizzato in precedenza contratto. Ovviamente, pur nel silenzio della norma al riguardo, è da intendersi che le agevolazioni tributarie in commento vengano estese anche in queste postume obbligazioni. Se questa chiave di lettura non fosse esatta non avrebbe avuto senso autorizzare una sostituzione che già sarebbe stata nella disponibilità della società di progetto di realizzare in quanto non vietata da alcuna norma di legge.

La previsione ora fatta dal quinto comma dell'art. 1 BP si giustifica proprio in quanto venga a estendere le agevolazioni tributarie a un'eventuale, tardiva, conversione di prestito indifferenziato in prestito obbligazionario con i connotati dei *project bond*.

## **7. Se le agevolazioni tributarie siano condizionate alla prestazione di garanzie sulle obbligazioni *et similia***

Un problema non risolto dall'art. 1 PB riguarda la fruibilità delle agevolazioni tributarie anche in quei casi e per quelle emissioni obbligazionarie ed equiparate (titoli di debito delle società a responsabilità limitata) non assistite da garanzie.

Nell'articolo in commento non si fa alcun riferimento a questo deter-

minante aspetto e da una lettura asettica della norma non appare alcun condizionamento del genere.

Vi è sì, e lo abbiamo visto al precedente par. 4 in esordio del terzo comma dell'art. 1 PB, un riferimento a "le garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle emissioni obbligazionarie e ai titoli di credito", connesse alla fruizione delle imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa. Ma questo riferimento non prova nulla, perché è evidente che, in assenza di garanzie, non vi è bisogno di alcuna agevolazione in ordine alle operazioni inerenti e ai relativi contratti.

Il dubbio in merito alla sussistenza necessitata di un legame tra agevolazioni tributarie e prestazione di garanzie insorge dall'emanazione del Decreto 8 agosto 2012 del Ministro dell'economia e delle finanze in concerto con il Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, decreto che sarà commentato ampiamente nel cap. 3. Il dubbio, si diceva, insorge perché del decreto si richiama il terzo comma dell'art. 157, norma cardine della finanza di progetto. Di per se, tuttavia, anche questo riferimento non proverebbe niente, stante il fatto che questo comma prevede la prestazione di garanzie come una facoltà e non un obbligo.

Il decreto, ampiamente articolato e circostanziato con una previsione tassativa di modalità attuative della garanzia, si pone come corollario della novella agevolativa. Da qui il dubbio sopra sollevato su un vincolo necessitato tra agevolazioni tributarie e garanzie.

In assenza di una previsione esplicita al riguardo darei al quesito una risposta negativa e quindi a favore della fruibilità delle agevolazioni a prescindere dalle garanzie. Anzi, proprio l'esordio del terzo comma dell'art. 1 PB sopra riportato avvalorerebbe la soluzione possibilista.

Mi spiego meglio. L'enunciato *le garanzie di qualunque tipo da chiunque e in qualsiasi momento prestate* sono in aperta contraddizione con le prescrizioni (che esamineremo in dettaglio) del decreto interministeriale 8 agosto 2012 che prevede all'art. 3 una precisa identificazione dei soggetti garanti e all'art. 4 una statuizione delle garanzie all'atto dell'emissione e non "in qualsiasi momento".

Segno, questo, tangibile dell'assenza di qualsiasi vincolo, legame o condizionamento tra le fruibilità dell'agevolazione tributarie e la sussistenza delle garanzie.

Conclusivamente può affermarsi che le agevolazioni tributarie sono da attribuirsi anche a quelle emissioni obbligazionarie e assimilate non assistite da garanzia. Conclusione logica perché, in ogni caso, anche queste emissioni, una volta che trovino il loro collocamento in dipendenza della credibilità e del *rating* della società veicolo emittente, possono essere più