

# LE OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUY OUT* DOPO I CHIARIMENTI DELLE ENTRATE



Gian Marco COMMITTERI

Dottore Commercialista - ACP Studio Alonzo Committeri & Partners

*Il tanto atteso intervento della Agenzia delle Entrate sul tema delle operazioni di leveraged buy out (LBO) e merger leveraged buy out (MLBO) contiene importanti chiarimenti sul tema principale: l'inerenza (e quindi la deducibilità) degli interessi gravanti sul debito contratto dal veicolo per l'acquisto della società bersaglio (target). A fronte di questa "apertura", tuttavia, l'Agenzia mantiene alta la guardia sulle operazioni che vedono coinvolti fondi di investimento non residenti. Vengono confermati, infatti, i rilievi relativi all'eventuale localizzazione (ritenuta di comodo) in Paesi UE di strutture intermedie per beneficiare dell'applicazione di direttive o Convenzioni bilaterali e vengono assoggettati a verifica i finanziamenti soci che possono essere riqualificati (sulla base di alcuni indicatori) quali apporti di equity e, quindi, non generare interessi passivi deducibili.*

1

## PREMESSA

La circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 della Agenzia delle Entrate colma una importante lacuna: non esistevano, fino a quel momento, posizioni di valenza generale espresse da parte dell'Amministrazione finanziaria sulle tematiche fiscali connesse alle operazioni di acquisizione con indebitamento ("LBO")<sup>1</sup>. Nonostante l'indubbia importanza e delicatezza delle tematiche in discorso mancava, infatti, un documento che esaminasse in modo analitico il *modus operandi*

tipico del settore e le connesse tematiche fiscali. Le pronunce esistenti erano relative a risposte ad interpellanti, tipicamente avanzati in occasione della fusione del veicolo utilizzato per l'acquisizione ("BidCo") con la società bersaglio (o *target*). Il documento di prassi era molto atteso dagli operatori poiché nel vuoto interpretativo si erano fatti largo anche accertamenti basati su di una preconcetta **avversione nei confronti di queste operazioni**<sup>2</sup>. Con questo intervento si vuole esaminare il contenuto della circolare evidenziando sia le tematiche sulle quali i chiarimenti potranno davvero metter fine ai contrasti

1 Per un primo commento si veda anche Alonzo P., Committeri G.M. "Leverage, sconti a effetto esteso", *Il Sole-24 Ore*, 6.4.2016, p. 42.

2 In alcuni casi i verificatori si erano addirittura spinti a contestare la deducibilità degli interessi non soltanto in relazione alle linee di finanziamento specificamente contratte per l'acquisto della partecipazione (evenienza già di per sé ardua) bensì anche su quelle (di solito erogate direttamente alla *target*) che rappresentavano il rifinanziamento di debito preesistente ovvero nuova finanza per supportare i piani di sviluppo condivisi dai promotori dell'operazione con i finanziatori. L'insussistenza di ragionevolezza (prima ancora che di substrato giuridico) in siffatto approccio appare evidente. Ben venga, quindi, un intervento a livello centrale che faccia chiarezza e consenta, si spera, una necessaria uniformità operativa.

tra operatori e Fisco sia le questioni non espressamente trattate ovvero sulle quali le posizioni dell'Amministrazione finanziaria non appaiono del tutto condivisibili. Per inquadrare le fattispecie oggetto del chiarimento possiamo semplicemente dire che si tratta di transazioni per effetto delle quali i flussi di cassa della società o del gruppo oggetto di acquisizione vengono ad essere asserviti al pagamento del debito contratto per l'acquisizione medesima: dal punto di vista fiscale la struttura dell'operazione porta con sé la compensazione intersoggettiva dei redditi della società *target* con quelli di BidCo. A parità di condizioni, pertanto, il reddito imponibile della società bersaglio acquisita sarà ridotto degli interessi passivi gravanti sull'*acquisition financing* e tale obiettivo (affatto abusivo) viene raggiunto tipicamente in due modi:

- attraverso l'opzione per il **consolidato fiscale** tra BidCo e *target* ovvero
- attraverso la **fusione, diretta o inversa, di *target* in BidCo** (in tal caso di parla di *merger leveraged buy out*, "MLBO").

Merita ricordare che la fusione è una fase eventuale, tipicamente posta in essere quando l'acquisto è totalitario e non genera, quindi, effetti diluitivi delle partecipazioni acquistate. In altre circostanze, invece, ragioni di opportunità possono far propendere per una soluzione diversa quale, appunto, l'opzione per il consolidato fiscale tra BidCo e *target* che consente comunque la compensazione dei redditi e, quindi, la deduzione degli interessi passivi (gravanti in capo a BidCo che detiene il debito) dai redditi di *target*. In tale seconda ipotesi, ovviamente, permangono le possibili difficoltà connesse al trasferimento "della cassa" da *target* a BidCo, soprattutto quando ai flussi di cassa disponibili non corrispondano riserve di utili liberamente distribuibili<sup>3</sup>.

2

## LE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO

Nella circolare l'Agenzia conferma di aver compreso appieno le ragioni che inducono gli operatori a porre in essere operazioni di acquisizione con indebitamento: si tratta di ragioni connesse al vantaggio economico-finanziario correlato all'utilizzo della leva finanziaria. Attraverso il ricorso al debito, infatti, si riduce l'ammontare di capitale proprio investito e si può aumentare la redditività dello stesso. Tipicamente, infatti, il costo del capitale di debito è inferiore al costo dell'*equity*<sup>4</sup> e l'utilizzo del debito, quindi, consente una maggiore remunerazione dell'*equity* investito. Oltre al menzionato beneficio in termini di rendimento dell'*equity*, il ricorso al debito spesso è semplicemente necessario per raggiungere determinate *size* di investimento<sup>5</sup>.

La causa delle operazioni, comunque, come esplicitato (finalmente) già nelle premesse della circolare, "è costituita dall'acquisizione di un'impresa o di una partecipazione che consenta il controllo della *target*". Nell'esplicitare tale importante concetto l'Agenzia, subito dopo, ricorda che la circolare intende focalizzare l'attenzione sulle **operazioni che comportano l'acquisto di partecipazioni** (c.d. *share deal*). Quanto all'espresso richiamo al concetto di "controllo" sembra non potersi considerare elemento necessario per il corretto inquadramento fiscale delle operazioni: la causa giuridica nel caso di acquisto di partecipazioni di minoranza resta perfettamente lecita e non può certo immaginarsi che in tale ipotesi lo scopo degli operatori sia quello di ottenere un beneficio fiscale attraverso il ricorso all'indebitamento (beneficio che, peraltro, per un

3 Senza contare che, comunque, il trasferimento dei dividendi sconta un'imposizione, sebbene limitata.

4 Il costo dell'*equity*, infatti, incorpora diverse componenti tra cui il tasso c.d. *risk free* ed il premio per il rischio che, in situazioni ordinarie, determinano un costo complessivo superiore a quello del capitale di credito.

5 Tale aspetto non è menzionato nella circolare ma rappresenta, molto spesso, una necessità vera e propria per gli investitori che con il solo *equity* non potrebbero condurre a termine le acquisizioni. Ecco che, in tali circostanze, appariva davvero arduo immaginare contestazioni circa la natura elusiva/abusiva delle acquisizioni che, diversamente (ossia senza il debito), semplicemente non avrebbero potuto essere perfezionate.

socio di minoranza, risulta quanto meno di più difficile fruizione)<sup>6</sup>.

Dopo aver passato in rassegna le disposizioni del codice civile in materia di acquisizioni con indebitamento, e quindi in sostanza l'art. 2501-bis rubricato proprio "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento"<sup>7</sup>, la circolare si dedica alle **strutture di LBO/MLBO** che, nella prassi, prevedono **tre fasi**:

1. la negoziazione degli accordi (tanto per l'acquisto della *target* quanto per il finanziamento);
2. la costituzione del veicolo (BidCo);
3. la formalizzazione ed esecuzione dei contratti (per effetto dei quali BidCo riceve i mezzi finanziari necessari in parte sotto forma di capitale proprio – *equity* – ed in parte sotto forma di finanziamenti – *debt* – e li trasferisce ai cedenti per regolare il prezzo dell'acquisizione) nonché, in un momento immediatamente successivo, la fusione (diretta o inversa) tra BidCo e la *target* che comporta il trasferimento del debito su quest'ultima (c.d. *debt push down*) con conseguente gravame dello stesso sugli *asset* e sui flussi di cassa della società operativa.

Molto importante il passaggio in cui la circolare dà atto che alcuni passaggi tipici di tali operazioni sono di fatto "imposti" dai terzi finanziatori: è il caso tanto della creazione di una società veicolo (NewCo o BidCo) destinata ad effettuare esclusivamente la programmata acquisizione (senza quindi gestire altre attività né assumere alcun debito ulteriore rispetto all'*acquisition financing*) quan-

to della successiva fusione della stessa con la *target* che comporta un evidente avvicinamento del debito ai flussi di cassa destinati a rimborsarlo (posto che BidCo non svolge alcuna attività operativa ma detiene soltanto la *target*)<sup>8</sup>.

La circolare si sofferma in particolare sulle **operazioni di LBO c.d. "istituzionale"** ossia quelle operazioni che sono studiate e condotte direttamente da un investitore istituzionale, quali appunto i fondi di *private equity* specializzati nel *buy out*. In questo contesto le società *target*, acquisite dal fondo, entrano a far parte del relativo portafoglio di investimenti e vengono gestite dal *management* della *private equity firm* "al fine di massimizzare i profitti a beneficio degli investitori di ultima istanza". Nel considerare le *private equity firm* la circolare si riferisce tanto alle SGR di diritto italiano quanto alle realtà estere, tipicamente costituite nella forma di *limited partnership*, organizzate e gestite dal *general partner*, in cui gli investitori assumono la veste di *limited partner*. Gli LBO istituzionali si articolano in una serie di operazioni che, qualora siano gestite da una *limited partnership*, prevedono – di solito – la costituzione di una *holding* ("HoldCo") in giurisdizioni *white listed* cui sono apportate risorse sia sotto forma di *equity* che attraverso specifici strumenti finanziari. HoldCo costituisce BidCo con apporto di *equity* e di finanziamenti dei soci (*shareholder loan*). BidCo reperisce le risorse residue nel mercato del debito (*acquisition loan*) per procedere all'acquisto di *target*<sup>9</sup>.

6 A tale conclusione dovrebbe giungersi ancor più agevolmente quando gli acquirenti di quote di minoranza siano operatori istituzionali come i fondi di *private equity* che per *mission* comprano società e non pongono certamente in essere operazioni spinti da valutazioni di tipo fiscale.

7 La norma prevede importanti garanzie procedurali a tutela degli interessi coinvolti "nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti". In particolare, come correttamente ricordato nella circolare, con il rafforzamento di alcuni adempimenti informativi "il legislatore ha inteso portare all'attenzione dei soci di minoranza, e dei creditori sociali, la sostenibilità economica dell'operazione di MLBO/LBO".

8 In tal modo i finanziatori rimuovono la c.d. "subordinazione strutturale", ossia la situazione per cui il proprio credito è garantito dal debitore con *asset* detenuti indirettamente (evenienza che subordina il pagamento del debito della società controllante ai debiti eventualmente esistenti a livello della *target* acquistata e, comunque, al trasferimento delle somme dalla controllata alla controllante).

9 Tutte le operazioni menzionate sono solitamente riepilogate in appositi documenti (*structure memorandum*) predisposti dagli operatori del *private equity* e condivisi con i finanziatori dell'acquisizione.

## LA DEDUCIBILITÀ DEGLI INTERESSI PASSIVI

Attesa la natura delle operazioni di LBO/MLBO, evidentemente, il principale tema fiscale è rappresentato dalla **deducibilità degli interessi passivi** che gravano sul debito contratto da BidCo. Non mancano, tuttavia, altre rilevanti questioni fiscali, soprattutto quando sono coinvolti (come finanziatori o investitori) soggetti non residenti. Se si esaminano le operazioni di LBO/MLBO soltanto dal punto di vista fiscale è ragionevole constatare, almeno nel breve periodo, una contrazione del reddito imponibile della *target*: trattasi della conseguenza di un approccio tendente all'efficienza finanziaria della struttura di acquisizione e non certo della causa sottostante alle operazioni di acquisizione con indebitamento che è sempre rappresentata dall'acquisto di una partecipazione nell'impresa *target*. In questo contesto, quindi, va visto con grande favore il chiarimento dell'Agenzia delle Entrate che ha finalmente inquadrato in modo corretto le transazioni di cui trattasi, dando atto della deducibilità degli interessi passivi gravanti sull'*acquisition financing*<sup>10</sup>. La circolare, pur dettando principi di valenza generale, si sofferma in particolare sulle operazioni di LBO/MLBO c.d. istituzionali. Già nella fase meramente descrittiva delle operazioni di acquisizione con indebitamento la circolare contiene un passaggio chiave che è bene ricordare: le operazioni "*si caratterizzano per l'esistenza di una sola causa, che è costituita dall'acquisizione di un'impresa o di una partecipazione che consenta il controllo della target*". Ecco quindi smarcato un tema fondamentale: esiste alla base di queste operazioni una **motivazione extra-fiscale** non solo "*non marginale*" ma che rappresenta addirittura la **loro causa**.

È opportuno ricordare che nella prassi, nel difendere la liceità delle operazioni di LBO/MLBO, gli operatori avevano sovente fatto valere il fatto che la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è prevista e disciplinata dalla legge (art. 2501-*bis* c.c.) che dispone adeguate cautele a presidio degli interessi coinvolti in siffatte operazioni (ossia le fattispecie in cui il patrimonio della società *target* viene *ex lege* asservito<sup>11</sup> al rimborso del debito contratto dal veicolo che ha perfezionato l'acquisizione incorporando<sup>12</sup> poi la società bersaglio). Risultava quindi difficile accettare contestazioni circa l'illegittimità di una operazione che trovava piena cittadinanza nel nostro ordinamento.

Il corretto inquadramento delle operazioni di LBO/MLBO, da cui discende (quale logica conseguenza) la liceità delle transazioni e, quindi, la deducibilità degli interessi passivi, passa anche - come già ricordato - per la comprensione del ruolo svolto dai **soggetti finanziari** i quali sovente subordinano la (necessaria) erogazione di denaro "*sia alla creazione della società veicolo [...] sia alla successiva fusione della stessa con la target company al fine, principalmente, di avvicinare il debito alle attività poste a garanzia del finanziamento e in grado di generare i flussi di cassa necessari per ripagare il debito*". Ecco quindi emergere un'(altra) ragione *extra-fiscale* tutt'altro che marginale posta alla base delle operazioni di *merger leveraged buy out*: il rispetto della **legittima volontà dei finanziatori** che sono parte integrante (anzi decisiva) in qualsiasi operazione di acquisizione con indebitamento.

Il chiarimento più atteso è contenuto nel secondo paragrafo della circolare: inizialmente si afferma che "*indipendentemente dalle strutture utilizzate, la società veicolo accende dei*

10 Già nelle premesse della circolare si legge che "*l'analisi effettuata consente di confermare, in linea di principio, la liceità delle operazioni di acquisizione con indebitamento*".

11 Costituendo "*garanzia generica o fonte di rimborso*" per usare la terminologia del Codice civile.

12 La fusione, ovviamente, potrà essere tanto diretta quanto inversa, senza che mutino gli effetti fiscali correlati. La scelta della fusione inversa può dipendere da diversi fattori, tra i quali la volontà di non procedere alla voltura della proprietà di beni (materiali o immateriali) posseduti dalla società *target*.

finanziamenti onerosi che, di norma, sono dei prestiti ponte che devono essere rifinanziati al momento dell'acquisizione delle partecipazioni nella società target" che rappresentano, prima della fusione, una **garanzia accessoria al rimborso del prestito** essendo concesse in pegno<sup>13</sup>. Poi viene espressamente sancito che l'indebitamento assunto dal veicolo sotto il profilo giuridico-economico "si presenta, in linea di principio, funzionale all'acquisizione della target company" per concludere con il principio che da tempo gli operatori volevano sentire (e che per fortuna molta giurisprudenza aveva anticipato)<sup>14</sup>: "gli **interessi passivi derivanti da operazioni di acquisizione con indebitamento** debbono essere considerati, in linea di principio, **inerenti e, quindi, deducibili, nei limiti di quanto previsto dal citato art. 96 nonché dalle regole relative al transfer pricing, ove applicabili**". Questo chiarimento viene espressamente riferito tanto alle strutture cui partecipano solo soggetti residenti quanto a quelle in cui, invece, prendono parte (come investitori e/o come finanziatori) soggetti non residenti in relazione ai quali, tuttavia, vengono richiamate specifiche cautele per l'ipotesi di utilizzo di finanziamenti soci (*shareholder loan*), di cui si dirà *infra*. Opportune (e consequenziali al ragionamento sopra esplicitato) le considerazioni circa la sostanziale inapplicabilità della **norma antielusiva speciale** contenuta nell'art. 172 comma 7 del TUIR che, in linea di principio, precluderebbe il **riporto delle perdite fiscali e delle eccedenze di interessi passivi** formati in

capo a BidCo prima dell'efficacia della fusione. Per l'effetto del corretto inquadramento delle operazioni, infatti, i contribuenti vedranno accolte le istanze di disapplicazione sulla scorta del fatto che la "vitalità economica" va considerata esistente svolgendo il veicolo le funzioni strumentali alla realizzazione dell'operazione di MLBO ed i conferimenti iniziali sono necessari per il compimento della medesima operazione e non certo strumentali a garantire il recupero delle perdite fiscali *post* fusione<sup>15</sup>. Tenuto conto della portata generale della posizione assunta sul punto dalla Agenzia c'è da chiedersi se non sarebbe opportuno sancire la non obbligatorietà dell'interpello, ovviamente per le sole ipotesi in cui le perdite maturate da BidCo *ante* fusione siano riferibili a componenti negative di reddito correlate all'acquisizione (interessi passivi ed oneri accessori, consulenze specifiche) oltre alle normali spese di mantenimento del veicolo.

4

## L'INVITO AGLI UFFICI A RICONSIDERARE (E ABBANDONARE) LE CONTESTAZIONI

Passando a trattare delle operazioni di **MLBO** (nelle quali, quindi, si procede alla fusione di *target* con BidCo) la circolare conferma di aver compreso la vera essenza di tale specifica transazione. Viene infatti precisato che la fusione altro non è se non "il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, ne-

13 Ovviamente, essendo il "valore" nella società *target*, i finanziatori vogliono garantirsi comunque la possibilità di disporre della *target* qualora i promotori dell'acquisizione non mettano in pratica tutto quanto preventivamente concordato.

14 Si veda C.T. Prov. Milano 14.2.2014 n. 1527/1/14, in *Banca Dati Eutekne*, secondo cui "lo scopo dell'operazione è quello di pervenire ad un nuovo assetto societario mediante la sostituzione di soci, evidentemente non più interessati alla gestione societaria, con altri soci, costituiti in prevalenza dal fondo comune di investimento, apportatore di nuovi capitali e garante per ottenere nuovi finanziamenti bancari [...]. Non vi è dubbio, inoltre, che l'operazione è avvenuta tra soggetti terzi, tra loro indipendenti; rispettando le condizioni di mercato; senza l'utilizzo di strutture societarie o enti localizzati in stati esteri a fiscalità privilegiata; ha determinato un effettivo ed incontestabile mutamento degli assetti societari; tali fatti sono già sufficienti a dimostrare che l'operazione non è stata effettuata al solo scopo di pervenire ad un risparmio di imposta", nonché C.T. Prov. Milano 2.12.2014 n. 10694 e 23.3.2015 n. 2737, *ibidem*, secondo cui "La censura dell'Ufficio appare priva di pregio posto che tale operazione risulta essere pienamente lecita sia sotto il profilo civilistico che fiscale. L'operazione di MLBO che ci occupa non risulta essere stata posta in essere per finalità di risparmio fiscale, ma appare piuttosto ispirata da precise logiche economico-finanziarie". Per una rassegna della giurisprudenza in materia si veda anche Antonini M., Di Dio A. "Legittimità fiscale delle operazioni di «merger leveraged buyout» per modifica dell'«assetto proprietario»", *Corr. Trib.*, 2016, p. 1091.

15 E, quindi, non rivolti a "consentire un pieno, quanto artificioso, recupero delle perdite fiscali" (cfr. circolare Agenzia Entrate 9.3.2010 n. 9).

cessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell'esposizione creditoria" e la struttura scelta "rispondendo a **finalità extra-fiscali**, riconosciute dal Codice civile e, spesso, imposte dai finanziatori terzi, difficilmente potrebbe essere considerata finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali". Quale conseguenza di tale nuovo (e corretto) inquadramento delle operazioni di MLBO l'Agenzia invita gli Uffici operativi a riconsiderare (ed eventualmente abbandonare) le contestazioni formulate, "salvo che, nei singoli casi, non si riscontrino altri specifici profili di artificialità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto [...]"<sup>16</sup>. Viene fatto l'esempio di una operazione di LBO/MLBO cui abbiano partecipato "i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società target". L'esempio è condivisibile se, però, adeguatamente esplicitato: se a porre in essere l'operazione sono i medesimi soci che controllano la società target, senza quindi che si abbia quale effetto una **modifica dell'assetto di controllo** (c.d. *change of control*) l'operazione potrebbe effettivamente non presentare le necessarie motivazioni extra-fiscali non marginali, trattandosi in tal caso di una operazione di *leverage* della partecipazione detenuta<sup>17</sup>, ma qualora i soci che (prima) controllavano la target partecipano all'operazione ed alla fine sono in posizione di minoranza (vuoi perché la maggioranza viene assunta da un nuovo acquirente vuoi perché viene acquisita dal socio precedentemente in minoranza) si ritiene che del pari non si possono ravvisare profili di elusività. Deve ritenersi consentito, quindi, sia il reinvestimento da parte del socio (di maggioranza o di minoranza) della target<sup>18</sup> sia l'acquisizione

con indebitamento da parte del socio di minoranza che diventa, per effetto dell'operazione, il nuovo socio di maggioranza. Anche volendo dare rilevanza decisiva al **concetto di "controllo"** (richiamato, peraltro, anche dall'art. 2501-bis c.c.) più che all'**acquisto del controllo** da parte di un soggetto (acquirente/investitore), come sembra richiedere la circolare, si ritiene più corretto riferirsi alla cessazione del controllo da parte dei precedenti soci: ciò significa che, ad esempio, l'operazione è lecita ed affatto abusiva anche qualora due soggetti rilevino il controllo della società target senza che nessuno dei due detenga autonomamente il controllo post operazione (si pensi alle ipotesi di **controllo congiunto**).

5

### LA PROBLEMATICHE DEI FINANZIAMENTI DEI SOCI (SHAREHOLDER LOAN)

Una menzione specifica va riservata al tema dei "**finanziamenti erogati da parte dei soci esteri (shareholder loan)**", cui è dedicato il par. 3.3 della circolare. Anzitutto, va rilevato come il chiarimento che viene fornito appaia riferibile ai soli finanziamenti erogati da parte di soci non residenti, deponendo in tal senso non solo l'intestazione del paragrafo ma anche l'*incipit* del chiarimento dove si legge che il reperimento delle risorse necessarie per finanziare l'esecuzione dell'operazione assume rilievo "*in ordine al trattamento dei finanziamenti da parte dei soci esteri*"<sup>19</sup>. Dovrebbe concludersi, quindi, che, secondo l'Agenzia delle Entrate, le medesime fattispecie, qualora coinvolgano soci finanziatori residenti, non daranno origine

16 Il richiamo ad eventuali specifici profili di artificialità funge da meccanismo volto a non aprire indiscriminatamente a qualsiasi operazione di MLBO e dovrà essere valorizzato in modo necessariamente restrittivo da parte degli Uffici operativi, evitando cioè di far rientrare dalla finestra quello che è stato (finalmente) scacciato dalla porta.

17 Si tratterebbe, in sostanza, di una "estrazione" anticipata di dividendi da parte dei soci esistenti che incasserebbero somme a fronte di un debito allocato sulla società operativa destinato ad essere ripagato con i flussi di cassa prospettici.

18 Operazione che tipicamente avviene attraverso la partecipazione al veicolo che perfeziona l'acquisto, anche per soddisfare esigenze legittime sia dei soci che dei finanziatori.

19 Anche il comunicato stampa del 30.3.2016 di "presentazione" della circolare nel descrivere la parte finale del documento di prassi precisa che si tratta di "temi da sviluppare in sede di controllo in presenza di strutture complesse, cui partecipano soggetti localizzati in Paesi esteri".

ai rilievi che possono essere formulati invece quando le prestazioni sono rese da soggetti non residenti. Mentre si può agevolmente comprendere la *ratio* "economica" sottesa a tale posizione (contrastare soltanto i fenomeni di erosione dell'imponibile domestico) purtroppo, dal punto di vista giuridico, appare arduo assumere un comportamento differente (e peggiore) nell'ipotesi in cui, a parità di condizioni, il soggetto che addebita gli interessi passivi sia straniero. Tale posizione, peraltro, qualora sviluppata nei confronti di un soggetto effettivamente radicato in un Paese UE risulterebbe in evidente contrasto con le regole comunitarie in tema di libertà di stabilimento<sup>20</sup>.

Venendo alla trattazione del tema viene rilevato, anzitutto, che nell'ambito delle attività di finanziamento di soggetti residenti da parte di entità non residenti vengono in rilievo le regole, sia interne che convenzionali, secondo cui gli interessi non devono eccedere quelli che sarebbero stati pattuiti tra parti indipendenti per operazioni analoghe o similari in condizioni comparabili (c.d. *arm's length principle*). Secondo l'Agenzia delle Entrate, tuttavia, potrebbero sussistere i presupposti – al ricorrere di eccezionali circostanze – per riqualificare le operazioni di finanziamento in apporti di capitale (sulla scorta delle indicazioni contenute nelle Linee guida OCSE, par. 1.64–1.67<sup>21</sup>) con tutte le (pesanti) conseguenze fiscali connesse: riqualificazione degli interessi in dividendi con conseguente indeducibilità per il soggetto erogante.

Tale riqualificazione dell'operazione di finanziamento può essere operata, secondo le Entrate, nell'ipotesi in cui sia ravvisata una mancata corrispondenza tra la forma giuridica dell'operazione e la sua sostanza economica, ossia

quando *"tenuto conto della situazione economica dell'impresa mutuataria, l'investimento non avrebbe dovuto prendere tale forma"*<sup>22</sup>. La circolare individua quale possibile indicatore per affermare la **mancata corrispondenza tra forma e sostanza** il fatto che il finanziamento soci sia *"alimentato da risorse finanziarie riconducibili a quelle messe a disposizione dagli investitori"* nonché ulteriori indici riscontrabili in specifiche clausole negoziali volte a parificare, nella prospettiva dei soggetti terzi, *in primis* i finanziatori, in modo esplicito o implicito, lo *shareholder loan* ad un apporto di capitale.

Vengono individuate le seguenti circostanze:

- la subordinazione rispetto al debito contratto verso i terzi finanziatori;
- la non inclusione, nei *financial covenants* che la società deve rispettare per evitare il *default*, dello *shareholder loan* tra i debiti nonché
- la sussistenza delle medesime restrizioni al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale applicate ai dividendi e riduzioni di capitale.

Pertanto, al ricorrere di situazioni quali quelle menzionate, gli Uffici potranno operare la **riqualificazione, ai fini fiscali, del finanziamento in apporto di capitale** con conseguente indeducibilità dei relativi interessi passivi e valutazione circa l'applicabilità di eventuali ritenute alle somme pagate che vengono ad assumere la natura di dividendi<sup>23</sup>. Si tratta di una posizione che a prima vista può apparire comprensibile sebbene, ad un esame più approfondito del tema non possa non considerarsi che esistono operatori (terzi indipendenti) specializzati proprio nella concessione di prestiti subordinati che ben potrebbero integrare tutti gli indici "sintomatici" esplicitati dalla circolare senza poter tuttavia rischiare alcuna possibile

20 Delle due, quindi, l'una: o si tratta di un semplice "invito" agli uffici operativi a non sollevare questioni sul tema quando in concreto gli oneri dedotti (o deducibili) hanno quale contropartita proventi tassati (o imponibili) ovvero dietro all'esplicito riferimento alle operazioni di finanziamento accese da soci non residenti si cela un principio di validità generale.

21 Come si vedrà *infra* alcuni passaggi delle Linee guida OCSE citati nella circolare stanno per essere sostituiti per effetto delle posizioni che verranno assunte ad esito delle *Actions 8-10* del progetto *Base Erosion and Profit Shifting* ("BEPS").

22 Linee guida OCSE, § 1.65.

23 La circolare, coerentemente, richiama altresì la necessità di rideterminare il beneficio ACE a meno che non ostino discipline antielusive specifiche o generali.

riqualificazione quali apporti di capitale. In tale contesto, quindi, non appare anomalo né abusivo che un socio proceda (anche) al finanziamento del veicolo che perfeziona l'acquisizione. Non può non notarsi, infatti, la diversa natura del finanziamento rispetto all'apporto di capitale di rischio, sia dal punto di vista giuridico che economico. Basti pensare alla maggiore facilità attraverso cui le somme prestate possono essere rimborsate agli investitori: dopo i finanziatori terzi ma con modalità più veloci rispetto al rimborso del capitale o delle riserve. E, nell'ottica delle *private equity firm*, la remunerazione del debito verso i soci avviene a costi inferiori rispetto al ritorno generalmente atteso sull'*equity*. Sussistono quindi, anche in relazione a questa tecnicità, motivazioni extra-fiscali non marginali che possono indurre gli operatori a strutturare le acquisizioni anche attraverso finanziamenti dei soci. Infine, va ricordato come la nuova versione delle *Guidelines OCSE*<sup>24</sup> non contempli più l'esempio richiamato dalla circolare ed imponga di procedere all'eventuale "*non-recognition*" di un'operazione soltanto al ricorrere di circostanze del tutto eccezionali (non facilmente ravvisabili nelle operazioni di LBO/MLBO la cui struttura tipica, oltre ad essere largamente diffusa a livello internazionale, è trasparente e risponde a precise esigenze giuridiche ed economico-finanziarie).

6

### IL TRATTAMENTO FISCALE DELLE COMPONENTI RISERVATE ALLE PRIVATE EQUITY FIRM

Nella circolare l'Agenzia si sofferma ad analizzare la struttura di remunerazione delle *private equity firm* (ossia, nel diritto italiano, le SGR che gestiscono i fondi di investimento). Dall'analisi emergono conclusioni importanti che meritano di essere approfondite. Nella prassi operativa si contraddistinguono

**due tipologie di remunerazione:** una fissa (svincolata cioè dai risultati) ed una eventuale, finalizzata a remunerare la *performance*<sup>25</sup>. Nell'ambito della **componente fissa** si distingue solitamente tra le c.d. *management fee* (addebitate al fondo) e le c.d. *other fee* addebitate alle società acquistate dal fondo. È evidente come le due tipologie di addebiti colpiscano soggetti diversi, cui è riservata una ben distinta fiscalità: mentre le *management fee* sono un costo per il fondo di investimento che non assume rilevanza fiscale in Italia (per la tassazione specifica di tali entità, sostanzialmente trasparenti, ovvero perché trattasi di fondi esteri), le *other fee* vengono a rappresentare un costo astrattamente idoneo a ridurre l'imponibile delle società *target* (residenti) acquistate dal fondo. Si comprende, quindi, l'attenzione che il Fisco riserva alle "*other fee*" che vengono ricondotte a due tipologie fondamentali:

- le ***transaction/arrangement fee***, pagate per il supporto nell'attività di acquisizione, riorganizzazione o finanziamento (solitamente commisurate al valore della transazione e destinate alla copertura delle spese sostenute dalle *private equity firm*) e
- le ***monitoring fee***, pagate a fronte di servizi di consulenza resi durante la vita dell'investimento.

Qualora vi sia una stretta correlazione tra le *other fee* e le *management fee* l'Agenzia invita a valutare con attenzione l'inerenza e la corretta quantificazione delle commissioni addebitate volendosi evitare che "*costi per servizi erogati nell'interesse di quotisti/partner – i.e. gli investitori di ultima istanza, per il tramite del fondo – possano gravare, anche per motivi di carattere fiscale, in capo ai veicoli costituiti in Italia, in luogo che essere dedotti dal rendimento corrisposto dal fondo agli stessi investitori*". Al fine di giungere ad una compiuta e corretta valutazione atta a sostenere un eventuale rilievo circa l'inde-

24 Cfr. Sez. D del Cap. 1.

25 Si tratta del c.d. *carried interest*, ossia la remunerazione riservata alla *private equity firm* al raggiungimento di specifici risultati, tipicamente dopo aver garantito un determinato rendimento-obiettivo agli investitori.

ducibilità, totale o parziale, delle *other fee* addebitate, la circolare invita a **verificare l'eventuale sussistenza di accordi o clausole che possano condurre a ritenere che i servizi sottostanti all'addebito delle *other fee* siano, in realtà, prestati a beneficio degli investitori.** Tra le caratteristiche ritenute indicative vengono menzionate le seguenti: l'esistenza di regole per la compensazione tra *management fee* e *other fee*, condizioni contrattuali sbilanciate a favore delle *private equity firm* ovvero clausole che vincolano il pagamento delle *fees* agli stessi limiti previsti per il pagamento dei dividendi<sup>26</sup>. In definitiva, conclude la circolare "solo nel caso in cui, a seguito di un'accurata analisi, emergesse che taluna delle *other fee* sia stata addebitata alla portfolio company a fronte di un servizio erogato dalla private equity firm nell'interesse esclusivo del fondo e dei relativi investitori, il relativo costo dovrà essere disconosciuto per difetto di inerenza, ai sensi dell'art. 109, comma 5, del T.U.I.R.". Sul punto può segnalarsi come l'eventuale presenza non marginale di **soci di minoranza** nella società acquistata possa rappresentare un significativo presidio, tale per cui è ragionevole ritenere che le *fee* addebitate siano pienamente inerenti e non, invece, il corrispettivo per servizi resi agli investitori o al fondo.

7

## LA QUESTIONE DELLA DETRAIBILITÀ IVA PER I VEICOLI UTILIZZATI

Nel trattare il tema delle *fee* la circolare si sofferma anche sul **trattamento ai fini IVA**, ricordando che la detrazione dell'imposta da parte del soggetto passivo è ammessa "nella

*misura in cui i beni e i servizi sono impiegati ai fini delle sue operazioni soggette ad imposta*"<sup>27</sup> e che, in più occasioni, la Corte UE ha ritenuto che la mera detenzione di una partecipazione societaria, senza il compimento di operazioni ulteriori soggette ad IVA, non configuri lo svolgimento di un'attività economica in forza della quale una società può acquisire la qualifica di soggetto passivo d'imposta. Pertanto, oltre all'**indetraibilità dell'imposta** qualora le **fee** siano **non inerenti** all'attività dell'impresa (perché si tratterebbe, come visto al paragrafo che precede, di servizi resi al fondo o agli investitori) sussiste anche il rischio di non poter detrarre l'IVA (su servizi effettivamente inerenti) qualora il veicolo destinatario della fatturazione eserciti la sola attività di detenzione delle partecipazioni, senza interferire in alcun modo nella gestione delle società controllate (evenienza da cui discenderebbe, in linea di principio, l'esercizio di attività commerciale e, quindi, la soggettività passiva ai fini IVA)<sup>28</sup>. Fin qui, in linea teorica, *nulla quaestio* ma il passaggio successivo per cui la detraibilità dell'IVA gravante sulle *other fee* non può essere riconosciuta né alla società veicolo né – successivamente alla fusione – alla società *target* merita qualche approfondimento. Si tratta, infatti, di affermazione che appare troppo drastica e che rischia di non assumere correttamente la funzione svolta dal veicolo che (in molti casi) è quella, sin dalla sua origine, di fondersi con la società *target* e proseguire così, senza soluzione di continuità, l'attività (certamente commerciale) della stessa. E questo avviene, di solito, nel giro di pochi mesi e cioè in un tempo assolutamente ragionevole perché una società appena costituita organizzi la propria struttura per lo svolgimento dell'attività economica prefissata, necessaria per garantirsi la quali-

26 Viene segnalata, altresì, la circostanza per cui nel caso di operazioni promosse da due o più fondi di *private equity* una o più delle *other fee* siano addebitate alle società in misura pari alla partecipazione di ciascuna *private equity firm* all'investimento.

27 Il principio, contenuto nella direttiva 2006/112/CE, è richiamato costantemente dalle sentenze della Corte di giustizia (la circolare cita la sentenza *AB SKF* del 29.10.2009 causa C-29/08).

28 La circolare, infatti, richiamando la costante giurisprudenza della Corte UE, ricorda come il concetto di "ingerenza" o "interferenza" nella gestione delle società controllate è elemento che "si traduce nel compimento di operazioni rientranti nell'ambito applicativo dell'imposta, quali le prestazioni di servizi amministrativi, finanziari, commerciali e tecnici verso le società consociate".

fica di soggetto passivo IVA<sup>29</sup>. Mentre, quindi, si conviene circa la non detraibilità dell'IVA in capo alla BidCo se resta una *holding* pura (senza cioè svolgere attività di "ingerenza" e/o "interferenza" nei confronti della partecipata) non sembra possibile contestare la detraibilità dell'IVA sulle fatture ricevute o registrate dalla *target* (che svolge attività commerciale) successivamente alla fusione con BidCo, anche alla luce del fatto che tale funzione specifica di BidCo (ossia veicolo per acquisire *target* e fondersi con essa) era nota *ab origine*, giacché in nessun caso BidCo avrebbe concretamente svolto la funzione di *holding* pura<sup>30</sup> né – attesa la sua specifica "funzione" – si è organizzata per svolgere quelle attività di "ingerenza" o "interferenza" che presuppongono una continuità di azione che, ad evidenza, stride con la natura di veicolo destinato, appunto, alla fusione con la *target*.

Merita segnalare, infine, come il chiarimento sulle componenti reddituali corrisposte alle *private equity firm*, mentre è inizialmente richiamato, quanto ai profili descrittivi, nel par. 1.3 – destinato alla generalità delle operazioni – è poi declinato, sia per le tematiche connesse alle imposte dirette che per quanto riguarda l'IVA, in un paragrafo (il n. 3) dedicato alle operazioni cui partecipano **soggetti non residenti**; viene espressamente sancito, infatti, che *"in presenza di strutture complesse, cui partecipano soggetti localizzati in Paesi esteri, i temi da sviluppare in sede di controllo possono essere [...]".* Se ne dovrebbe concludere che, qualora all'operazione non partecipino soggetti residenti all'estero (*rectius*: non siano soggetti non residenti ad addebitare le predette *fee* alle società italiane possedute dal fondo), il tema dell'inerenza non deve essere sviluppato in sede di controllo<sup>31</sup>.

## LE ALTRE TEMATICHE PER I SOGGETTI NON RESIDENTI

Nella complessiva disamina delle questioni fiscali connesse alle operazioni di LBO/MLBO operata dalla circolare un posto di primo piano è riservato alle tematiche relative alle **transazioni cui partecipano soggetti non residenti**. La preoccupazione della Agenzia delle Entrate, in linea di principio condivisibile, è quella di evitare che tali soggetti utilizzino strumentalmente, senza averne concretamente diritto, norme agevolative nazionali o convenzionali. I soggetti esteri possono partecipare all'operazione con la veste di finanziatori ovvero di investitori (tipicamente fondi di investimento stranieri che possono anche essere localizzati in Paesi non collaborativi). Nell'ipotesi in cui si tratti di **finanziatori** assumono rilevanza le tematiche connesse all'applicazione di eventuali ritenute sugli interessi corrisposti dai mutuatari residenti. La circolare mostra di aver ben compreso la tecnicità con cui vengono di solito reperite le risorse finanziarie nel mercato dei capitali, ossia attraverso la sindacazione del debito stesso, tipicamente da parte di una banca italiana (o stabile organizzazione in Italia di banca straniera) secondo lo schema noto con l'acronimo **IBLOR (Italian Bank Lender of Record)**. La banca residente (*bilateral lender*) eroga il finanziamento alla società italiana reperendo parte (anche significativa) delle risorse da altri operatori finanziari che partecipano al rischio sottoscrivendo appositi accordi con il *bilateral lender* (i c.d. *credit support agreement*) e consegnando somme di denaro il cui rimborso e la cui remunerazione è strettamente collegata (nei tempi e nella misura) al rimborso e al pagamento di interessi e commissioni relativi al

29 Diversamente, dovrebbe dedursi che qualunque *NewCo* non può detrarre l'IVA sui costi di *start-up* (inclusa, ad esempio, la fattura del notaio) perché in quel preciso momento non svolge ancora una effettiva attività commerciale; evenienza che stride con il buon senso prima ancora che con il diritto tributario.

30 È la stessa Agenzia delle Entrate, peraltro, a riconoscere nella circolare come l'intera operazione di MLBO viene sempre strutturata sapendo dall'origine i vari passaggi che dovranno essere perfezionati e le funzioni che dovranno essere svolte da ciascun soggetto (informazioni solitamente contenute nel c.d. *structure memorandum*). È ragionevole immaginare, altresì, che lo stesso oggetto sociale di BidCo, se destinata alla fusione, non sia coincidente con quello di una *holding* pura.

31 Sul punto non si possono non richiamare, *mutatis mutandis*, le considerazioni espone in nota 20.

finanziamento principale. Si riconoscono nella prassi operativa due distinte strutture IBLOR: quelle "**trasparenti**" e quelle "**opache**".

Nelle prime il soggetto finanziato, essendo a conoscenza della residenza dei vari finanziatori, applica direttamente le ritenute sulla quota di interessi di spettanza dei soggetti non residenti; nelle strutture "opache", invece, il soggetto finanziato (residente) non attribuisce rilevanza ai finanziatori effettivi (*credit support providers*) e considera esclusivamente la banca residente che fa il *fronting* senza applicare, quindi, alcuna ritenuta<sup>32</sup>. In tali circostanze (IBLOR "opachi") l'Agenzia delle Entrate conferma la sostenibilità delle contestazioni aventi ad oggetto l'omessa applicazione delle ritenute alla fonte nei confronti dei soggetti non residenti "sottostanti": la banca italiana sarebbe un mero intermediario nell'incasso e nel riversamento dei flussi reddituali destinati ai soggetti esteri. Attesa la rilevanza del chiarimento fornito è da accogliere con favore la espressa conferma circa la sussistenza, per il passato, delle **obiettive condizioni di incertezza** applicativa delle norme con conseguente non applicabilità di sanzioni alle violazioni commesse. Oltre ai finanziamenti che vedono come *lender* le banche nella prassi non sono inusuali situazioni per cui alcune *tranche* del finanziamento complessivo (ad esempio il c.d. mezzanino) sono sindacate per il tramite di strutture consociate della BidCo (e quindi della *target post fusione*) e localizzate all'estero in Paesi che possano beneficiare della direttiva "Interessi e Canoni"<sup>33</sup>: queste società raccolgono le somme dai finanziatori (anche esteri) e le erogano alla società residente con operazioni c.d. *back to back*. Anche in relazione a tali fattispecie le Entrate confermano le contestazioni già elevate sulla base dell'assenza

della qualifica di "beneficiario effettivo" (o, che ai fini che qui interessano è lo stesso, la natura di "interposto reale") in capo al veicolo, operate sulla base di una accurata verifica, caso per caso, tendente ad accertare, principalmente, la natura *back to back* dei finanziamenti (in termini di importo, condizioni, tassi, termini di pagamento e clausole di garanzia). Viene altresì correttamente ricordato che, in concreto, nei confronti di alcuni specifici finanziatori non residenti non può comunque essere applicata alcuna ritenuta sugli interessi per effetto del comma 5-*bis* dell'art. 26 del DPR 600/1973<sup>34</sup> con conseguente non sostenibilità degli addebiti elevati successivamente all'entrata in vigore della norma citata. qualora i soggetti non residenti rivestano la qualifica di **investitori**, invece, vengono in rilievo le tematiche connesse alla tassazione in occasione dell'*exit* dall'investimento. Tale fase conclusiva può dare origine alla cessione diretta della *target* (*post fusione* con BidCo) ovvero di BidCo (in caso di mancata fusione) da parte del soggetto non residente (tipicamente localizzato in uno Stato UE per godere delle norme comunitarie ovvero di Convenzioni bilaterali) ovvero può aversi la cessione della *target* da parte di altro soggetto residente (BidCo qualora non sia stata effettuata la fusione ovvero ItaHoldCo se tra il soggetto non residente e la *target* sia stata collocata altra società residente che detiene la partecipazione *post fusione* tra *target* e BidCo) con trasferimento delle somme all'investitore non residente sotto forma di dividendi. In tale fase la minimizzazione del carico fiscale complessivo si riverbera in termini di maggior rendimento da retrocedere agli investitori di ultima istanza ed è quindi un elemento affatto secondario per le *private equity firm*. In questo contesto l'Agenzia delle

32 Nei rapporti tra banca residente e *credit support providers* esteri si origina il pagamento di interessi su "depositi bancari" e commissioni di garanzia che godono, rispettivamente, di extraterritorialità ex art. 23 co. 1 lett. b) del TUIR e di esenzione, per effetto di quanto disposto dall'art. 26-*bis* co. 1 del DPR 600/1973.

33 Direttiva 2003/49/CE del 3.6.2003.

34 Si tratta degli enti creditizi stabiliti negli Stati UE (individuati nella direttiva 2013/36/UE del 26.6.2013), le imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative di Stati UE e gli investitori istituzionali esteri di cui all'art. 6 co. 1 lett. b) del DLgs. 239/1996 soggetti a forme di vigilanza nei Paesi esteri in cui sono istituiti.

Entrate pone l'attenzione sulla possibile **localizzazione "di comodo"** da parte dei soggetti stranieri, finalizzata alla fruizione di benefici fiscali altrimenti indebiti. Si tratta, in particolare, delle seguenti conseguenze fiscali:

- mancata imposizione in Italia delle plusvalenze attraverso il regime convenzionale che attribuisce la potestà impositiva alla giurisdizione di residenza del cedente, nel caso di cessione diretta della *target* italiana da parte del soggetto straniero;
- mancata o ridotta applicazione delle ritenute ai dividendi in uscita dall'Italia<sup>35</sup> se la cessione viene perfezionata dalla società residente intermedia.

Ebbene, il conseguimento di tali risultati, se realizzati attraverso *"strutture estere dotate della necessaria sostanza economica e, quindi, genuine, non può essere sindacato, posto l'orientamento consolidato della giurisprudenza comunitaria in tema di libertà di stabilimento"*. Il nodo, quindi, resta quello della **"genuinità" delle entità intermedie** utilizzate dai fondi di *private equity* non residenti (e magari localizzati in Paesi non collaborativi): è necessario un **radicamento effettivo** nel tessuto economico del Paese di insediamento, dovendosi lì svolgere una reale attività economica. La circolare fornisce anche degli elementi sintomatici della insussistenza di quel radicamento effettivo necessario, precisando che le entità estere possono dirsi prive di sostanza economica sulla base del riscontro di almeno una delle seguenti caratteristiche:

- possesso di una struttura organizzativa leggera (come nel caso di utilizzo di società di domiciliazione), priva di effettiva attività e reale consistenza, senza autonomia decisionale se non dal punto di vista formale (**insediamento artificioso**) ovvero

- una struttura finanziaria "passante" in cui fonti e impieghi presentano condizioni contrattuali ed economiche quasi del tutto speculari (**operazioni conduit**).

In tali circostanze, se mancano ragioni *extra-fiscali* non marginali, i benefici (indebiti) conseguiti possono essere disconosciuti con conseguente:

- tassazione in Italia delle eventuali plusvalenze da cessione delle azioni e
- applicazione delle ritenute piene ai dividendi in uscita dall'Italia<sup>36</sup>.

La tematica, ovviamente, è di grande importanza per di fondi di *private equity* internazionali che non vedono all'orizzonte quella chiarezza che, invece, sarebbe necessaria per pianificare correttamente i propri investimenti.

Almeno due le considerazioni da fare.

I veicoli utilizzati per il perfezionamento delle operazioni non sono praticamente mai dotati di una autonoma, significativa, struttura<sup>37</sup> e la loro adozione è tipica, per le legittime motivazioni viste in precedenza, anche per i fondi di *private equity* italiani. Tale ultima considerazione porta con sé una conferma implicita circa la motivazione (non fiscale) della loro utilizzazione: per un fondo italiano, infatti, l'utilizzo di un veicolo intermedio non comporta alcun risparmio fiscale (potendosi semmai generare un aggravio di tassazione qualora la vendita della *target* fosse perfezionata dalla *holding* con tassazione quanto meno sul 5% in luogo della esenzione totale fruibile in caso di cessione diretta da parte del fondo). Per i soggetti non residenti, quindi, la tematica andrà generalmente sviluppata con riferimento alla sussistenza o meno di significative ragioni *extra-fiscali* non marginali per la loro adozione. Ebbene, certamente la scelta della localizzazione geografica dei veicoli di investimento

35 Attraverso l'esenzione ex art. 27-bis del DPR 600/1973 o l'aliquota ridotta prevista dall'art. 27 co. 3-ter del medesimo DPR.

36 La circolare ricorda come l'attrazione a tassazione in Italia della plusvalenza disapplicando il trattato bilaterale si inserisce nel solco della normale interpretazione degli stessi secondo cui le Convenzioni bilaterali contro le doppie imposizioni non hanno lo scopo di garantire i benefici in esse espressi anche ad operazioni abusive. Peraltro, attesa la natura sostanzialmente trasparente dei fondi di investimento, al ricorrere di specifiche condizioni, gli investitori potranno invocare direttamente i benefici convenzionali.

37 E questo vale tanto per quelli localizzati in Italia che per quelli localizzati all'estero.

risponde anche a significative ragioni *extra-fiscali* tra cui: la maggiore facilità di avere dei co-investitori (a loro volta tipicamente stabiliti in un Paese UE), il rilascio di garanzie nei confronti dei soggetti terzi, finanziatori<sup>38</sup> ed acquirenti, un quadro normativo stabile e magari favorevole per le tematiche tipiche del settore<sup>39</sup> oltre alla tematica più generale della segregazione del rischio<sup>40</sup>.

Con riferimento alla localizzazione del fondo internazionale, invece, sembra necessario un chiarimento per confermare che il disconoscimento, ai fini fiscali nazionali, della struttura intermedia localizzata in ambito UE sia atti-

vabile esclusivamente nei confronti di fondi localizzati in un Paese "non collaborativo" con salvezza quindi di tutte quelle realtà che sono localizzate in Paesi collaborativi ed esercitano la loro attività in condizioni equivalenti a quelle relative ai fondi di investimento residenti<sup>41</sup>. Non sempre, inoltre, la localizzazione del fondo internazionale coincide con quella del soggetto gestore che potrebbe, invece, essere stabilito in una giurisdizione che prevede forme di vigilanza e scambio di informazioni; evenienza questa che potrebbe essere adeguatamente valorizzata per escludere le negative conseguenze in precedenza richiamate<sup>42</sup>.

---

38 Possono essere le stesse banche finanziatrici a richiedere la costituzione di *holding* intermedie al fine di garantirsi circa la subordinazione strutturale del debito ivi allocato rispetto a quello (da loro erogato) che, a seguito della fusione con BidCo, verrà ad essere detenuto direttamente dalla società obiettivo.

39 Si pensi al contesto lussemburghese in cui non sussistono obblighi di ricapitalizzare le società con perdite che eccedono il patrimonio netto.

40 Tema che in astratto non induce a scegliere necessariamente una localizzazione in un Paese UE.

41 Con riferimento all'individuazione dei Paesi collaborativi è auspicabile l'adozione di un approccio sostanzialistico che valorizzi la possibilità per l'Amministrazione finanziaria di ricevere le informazioni di cui dovesse necessitare indipendentemente dalla procedura formale adottata, incluso quindi lo scambio di informazioni in forza di convenzioni bilaterali, dei TIEA (*Tax Information Exchange Agreement*) e la Convenzione Multilaterale sulla mutua assistenza amministrativa in materia fiscale.

42 Attesa la finalità cui mira l'Amministrazione finanziaria si potrebbe stabilire la rilevanza del soggetto gestore almeno qualora questo fosse in grado di fornire al Fisco, ove necessario, tutte le informazioni relative agli investitori del fondo localizzato in un Paese non collaborativo.