

ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO: IL FOCUS SI SPOSTA SU FINANZIATORI E INVESTITORI NON RESIDENTI

il fisco, 31 / 2016, p. 3025

ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO: IL *FOCUS* SI SPOSTA SU FINANZIATORI E INVESTITORI NON RESIDENTI

di Gian Marco Committeri ^[*]

Le posizioni assunte dalla Agenzia delle entrate sul tema delle operazioni di "LBO" e "MLBO" con la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 sono state analizzate dagli operatori del settore che accanto a motivi di soddisfazione non hanno mancato di segnalare importanti criticità. Il documento di prassi è stato oggetto di approfondimento anche da parte di Assonime con la circolare n. 17/2016. Particolare importanza è stata riservata alle tematiche che vedono coinvolti i soggetti non residenti, sia come finanziatori che, soprattutto, come investitori. Al momento dell'*exit* dall'investimento, infatti, le strutture organizzate dagli investitori non residenti - avvalendosi di veicoli (*holding*), tipicamente localizzati in Stati UE - beneficiano di norme fiscali favorevoli, di natura convenzionale o comunitaria, la cui concreta spettanza è messa in dubbio dall'Amministrazione finanziaria. La natura di "insediamento artificioso" o struttura "*conduit*" consente al Fisco di disconoscere i benefici ed applicare la fiscalità "ordinaria" sia nel caso di realizzo diretto della plusvalenza (tassata in Italia e non nel Paese di residenza del cedente estero) che nell'ipotesi di incasso di dividendi dalla controllata italiana che ha trasferito la *target* (mediante applicazione delle ritenute alla fonte in luogo dell'esenzione).

Sommario: **1. Premessa** - **2. Deducibilità degli interessi passivi** - **3. Recupero delle eccedenze di perdite fiscali e degli interessi passivi indeducibili** - **4. Partecipazione dei soci che già controllano la *target*** - **5. Interessi corrisposti ai finanziatori non residenti** - **6. Finanziamenti erogati dai soci (esteri)** - **7. Regime fiscale delle commissioni** - **8. Tassazione dei proventi conseguiti a seguito dell'*exit***

1. Premessa

L'occasione per tornare sull'argomento delle operazioni di acquisizione con indebitamento (o *leveraged buy out*)^[1] è fornita dalla circolare n. 17/2016 di Assonime che dedica uno spazio proprio all'analisi delle indicazioni fornite dalla Agenzia delle entrate con la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 (di seguito: "circolare") che rappresenta, va ricordato, il primo intervento di prassi che affronta in modo strutturato le complesse tematiche fiscali sottese alle operazioni straordinarie di *leveraged buy out* (LBO) o *merger leveraged buy out* (MLBO)^[2]. Va ricordato, infatti, che l'operazione di acquisizione con indebitamento non postula necessariamente la fusione, diretta o inversa, tra il veicolo utilizzato (BidCo) e la società bersaglio (*target*) che vien posta in essere, tipicamente, per assecondare le legittime esigenze dei soggetti finanziatori che preferiscono avvicinare i flussi di cassa destinati al rimborso del debito (esistenti al livello di *target*) al debito stesso, allocato a livello di BidCo^[3].

Le operazioni di cui trattasi possono avere tra i protagonisti tanto **investitori domestici** quanto stranieri: nel primo caso si tratta tipicamente di fondi di *private equity* italiani gestiti da Società di Gestione del Risparmio (SGR), mentre nel caso degli **investitori stranieri** sia i fondi che i gestori o promotori delle operazioni (c.d. *private equity firm*) sono localizzati all'estero. Nel caso degli investitori esteri è usuale che le operazioni di acquisizione siano gestite attraverso strutture intermedie (*holding*) localizzate in uno Stato UE sotto le quali si sviluppa la struttura di acquisizione^[4].

È chiaro come alcune tematiche fiscali abbiano valenza generalizzata, come nel caso del tema principe rappresentato dalla deducibilità degli interessi passivi che gravano sul debito contratto per l'acquisizione, mentre altre siano strettamente correlate alla residenza dei soggetti coinvolti. Ed è proprio nei confronti dei **oggetti non residenti** che la circolare n. 6/E/2016 della Agenzia delle entrate rivolge le principali "attenzioni", sia per le ipotesi in cui siano coinvolti nelle operazioni quali finanziatori sia, soprattutto, quando si tratti degli investitori nei cui confronti si aprono scenari affatto rassicuranti circa l'applicazione delle regole fiscali in sede di dismissione dell'investimento (*exit*).

Come nota correttamente Assonime sulla particolare tematica dell'*exit* "la circolare non pone preclusioni di principio, ma prevede un'analisi caso per caso della 'genuinità' dell'operazione". Gli

operatori del settore, tuttavia, paventano come questo **approccio caso per caso** potrebbe generare incertezza piuttosto che ridurla: l'idea per un investitore straniero di non avere una strada tracciata e sicura potrebbe indurre a preferire altre localizzazioni per gli investimenti. L'incertezza fiscale, quindi, si tramuterebbe in una perdita di competitività del nostro Paese nell'attrarre investimenti dall'estero.

Non era certo questo l'intento del chiarimento fornito dall'Amministrazione finanziaria che ha esaminato in modo completo le complesse operazioni ed ha tratto importanti conclusioni, alcune delle quali mettono fine ad incertezze strutturali alquanto gravi ed altre, invece, aprono fronti di possibile contrasto con gli operatori^[5]. Ad onore del vero, però, mentre l'eliminazione delle incertezze rappresenta davvero un passo avanti significativo, perché consente, tranne in casi (che, auspicabilmente, dovranno essere qualificati come) eccezionali, di non avere più dubbi circa la legittima deduzione degli interessi gravanti sull'*acquisition financing*, i fronti di contrasto non sono novità né il frutto di una mutazione di pensiero da parte della Agenzia delle entrate. Semplicemente, sono stati portati all'attenzione pubblica temi che erano stati sviluppati nel corso delle ordinarie attività di verifica e che potranno avere concreta soluzione soltanto se si faranno ulteriori passi per comprendere fino in fondo l'operatività degli investitori esteri o, meglio, di quegli investitori che pongono in essere operazioni genuine tese alla creazione del valore con benefici generalizzati e non certo alla strutturazione delle stesse al solo fine di beneficiare di trattamenti fiscali di favore altrimenti indebiti.

Nel seguito si passano in rassegna i contenuti principali della circolare Assonime n. 17/2006^[6].

2. Deducibilità degli interessi passivi

Nel documento vengono ricordate le tematiche che, per lungo tempo, hanno fatto da sfondo alle contestazioni mosse dai verificatori in merito alla presunta indeducibilità degli interessi passivi gravanti sulle società coinvolte nelle operazioni di LBO/MLBO. Si andava dalla assenza di inerenza rispetto alla società *target* (post fusione ovvero per effetto della compensazione intersoggettiva dei redditi garantita dal consolidato fiscale) all'ipotesi di configurare una prestazione di servizi dal veicolo in favore dell'investitore (estero o domestico) così da compensare, di fatto, gli interessi passivi addebitati con componenti positivi di pari importo, fino a contestazioni circa la presunta natura elusiva dell'operazione nel suo complesso^[7].

Ben venga quindi la circolare n. 6/E con cui vengono superate di slancio tutte queste obiezioni affermando così la **piena deducibilità degli interessi passivi** relativi ai finanziamenti contratti con soggetti terzi.

Anzitutto, l'**inerenza** degli interessi passivi va ricercata nel fatto che i prestiti da cui originano sono "funzionali all'acquisizione della *target company*, sia nell'ipotesi di fusione (tipica delle operazioni di MLBO), sia nella fattispecie in cui la compensazione intersoggettiva degli interessi avvenga mediante l'opzione per il consolidato fiscale".

La tesi del veicolo quale prestatore di un servizio viene abbandonata con altrettanta chiarezza: non è configurabile "un servizio infragruppo per il quale l'SPV debba conseguire adeguata remunerazione da entità non residenti del gruppo" allorché la società veicolo "residente in Italia abbia ottenuto direttamente i mezzi necessari all'acquisizione della partecipazione (anche utilizzando quale garanzia le partecipazioni nelle *target company*".

E, infine, le tesi fondate sulla **presunta natura elusiva** vengono stroncate dalla considerazione del fatto che tali operazioni "vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell'esposizione debitoria" e la struttura, che risponde ad evidenti finalità *extra* fiscali, "difficilmente potrebbe essere considerata finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali".

Ciò detto in termini generali, occorre soffermarsi sulle caratteristiche che debbono possedere i **finanziamenti** per dare origine ad interessi deducibili: devono essere "**funzionali all'acquisto**". Sul punto sono state avanzati dubbi dagli operatori del settore circa la possibile diversità di trattamento nel caso in cui il debito non sia contratto anteriormente all'acquisizione bensì direttamente dalla *target* immediatamente dopo ed i relativi flussi utilizzati per restituire le riserve esistenti ai soci (schema c.d. a doppia *holding*)^[8]. Si condivide sul punto la posizione di Assonime che ritiene che anche in tale circostanza la deduzione degli interessi passivi debba essere considerata legittima: infatti, una volta riconosciuta come fiscalmente lecita l'operazione di acquisizione con indebitamento "non dovrebbero esservi motivi ostativi al riconoscimento della piena liceità anche di questa particolare variante".

3. Recupero delle eccedenze di perdite fiscali e degli interessi passivi indeducibili

Importanti i chiarimenti anche in ordine alla disciplina antielusiva contenuta nell'art. 172 del T.U.I.R.

Quale conseguenza della riconosciuta legittimità dell'operazione e deducibilità degli interessi passivi, si ottiene - infatti - un altro importante effetto: il superamento dei **test necessari per disapplicare la disciplina antielusiva** tipica delle operazioni di fusione.

Viene infatti chiarito che la società risultante dalla fusione o incorporante potrà legittimamente dedurre le eccedenze di perdite fiscali e di interessi passivi (tipicamente realizzati dal veicolo nella frazione di esercizio anteriore alla fusione) allorché tali componenti negative "siano esclusivamente quelle relative ai finanziamenti ottenuti dalla SPV per porre in essere un'operazione di acquisizione con indebitamento".

Con riferimento al **limite del patrimonio netto** la circolare dell'Agenzia chiarisce che "i conferimenti iniziali a favore della società veicolo possono considerarsi 'fisiologici' nell'ambito della realizzazione di un'operazione di MLBO e, pertanto, non rivolti a consentire un pieno, quanto artificioso, recupero delle perdite fiscali". Assonime rileva correttamente come il principio dovrebbe essere più vasto: non limitando cioè la deducibilità delle perdite ai conferimenti iniziali (che potrebbero essere nel periodo di osservazione anche inferiori alla perdita complessivamente accumulata) dovendo invece "essere pur sempre consentito disapplicare la citata disposizione antielusiva in relazione all'intera perdita".

L'Agenzia ha confermato la necessità di presentare comunque l'**apposita istanza di interpello disapplicativo** ai fini del superamento della disciplina antielusiva. Sul punto è stato già rilevato come tale onere avrebbe potuto essere evitato almeno nei casi in cui fosse pacifica la sussistenza dei presupposti indicati dalla circolare n. 6/E^[9]; sul punto Assonime ricorda come l'obbligatorietà di questa tipologia di interpelli sia stata molto "sfumata" alla luce del nuovo quadro normativo come interpretato dalla stessa Agenzia delle entrate: la mancata presentazione dell'istanza, infatti, non si traduce nella impossibilità di disapplicare la disposizione che limita il riporto delle perdite e/o degli interessi passivi bensì nell'applicazione di una apposita sanzione^[10], restando impregiudicata la possibilità per il contribuente di fornire la dimostrazione della spettanza della disapplicazione anche nella successiva fase dell'accertamento ovvero del contenzioso.

4. Partecipazione dei soci che già controllano la target

Nell'affermare la non elusività di una caratteristica operazione di MLBO l'Agenzia mantiene aperta la possibilità di contrastare quelle che presentino "profili di artificiosità", individuando come tali i casi in cui "all'effettuazione dell'operazione abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società target". Si tratta di posizione troppo generica che potrebbe ridurre, se non meglio esplicitata, i benefici effetti dei chiarimenti forniti. È infatti usuale che nelle operazioni di acquisizione l'investitore preferisca che il socio "uscente" mantenga una partecipazione (di solito minoritaria); si tratta di scelta che risponde a legittime finalità che nulla hanno a che vedere con aspetti fiscali. Si tratta, addirittura, di caratteristica tipica di tutte quelle operazioni che hanno ad oggetto l'**acquisto di partecipazioni di minoranza**: in tali casi la partecipazione viene comunque acquisita integralmente dal veicolo (per esigenze tipicamente poste dalle banche finanziatrici che ovviamente valorizzano le garanzie sull'intero capitale sociale - nella fase *ante* fusione - in modo diverso rispetto a quelle che avrebbero potuto ottenere dal solo investitore che acquista la minoranza) cui partecipano anche i soci preesistenti che reinvestono parte delle somme ricavate dalla vendita. In ogni caso, a parte la circostanza estrema in cui i medesimi soci pongano in essere un'operazione al solo fine di incassare utili anticipati, senza cioè alcuna modifica nell'assetto proprietario, non si vede come possa essere considerata artificiosa l'operazione che coinvolga in qualche misura i vecchi soci. Nessun dubbio dovrebbe sussistere per tutte le situazioni in cui, ad esito dell'operazione, si possa accertare un *change of control* (anche tra i medesimi soci) ovvero, qualora ciò non accada, si abbia l'ingresso nel capitale di un investitore istituzionale quale un fondo di *private equity*. Condivisibile, quindi, la posizione di Assonime che sul punto ritiene opportuno un approfondimento.

5. Interessi corrisposti ai finanziatori non residenti

Sul tema dei finanziamenti corrisposti a soggetti non residenti, l'Agenzia ha confermato la fondatezza di una serie di contestazioni che possono fondamentalmente ricondursi agli schemi del c.d. **Italian Bank Lender of Record** (IBLOR) e dei finanziamenti c.d. *back to back*.

Nella prima fattispecie si distinguono le strutture c.d. trasparenti (in cui, cioè, il mutuatario applica le ritenute dovute sugli interessi spettanti agli operatori esteri che partecipano al rischio di credito)^[11], in relazione alle quali non si ravvisano profili di elusività, e quelle c.d. opache, ossia quelle strutture in cui il mutuatario residente non ha "visibilità" dei finanziatori di ultima

istanza e considera esclusivamente il mutuante residente e non applica, quindi, alcuna ritenuta. Queste strutture potranno essere contestate richiedendosi l'applicazione delle ritenute alla fonte a titolo d'imposta ex art. 26, comma 5, del D.P.R. n. 600/1973 sulla quota parte degli interessi attribuibile ai finanziatori non residenti^[12].

Le operazioni di **finanziamenti back to back**, invece, sono quei finanziamenti erogati da soggetti non residenti (tipicamente localizzati in Stati o territori UE) appartenenti al medesimo gruppo cui appartiene la società che procede all'acquisizione. Anche queste situazioni potranno essere contestate assumendo l'assenza della qualifica di "beneficiario effettivo" o la natura di interposto reale in capo al veicolo che eroga i finanziamenti: la valutazione andrà fatta "caso per caso" avendo riguardo alla eventuale identità di caratteristiche del finanziamento erogato al mutuatario residente rispetto a quello fornito al veicolo da soggetti non residenti riferibili comunque all'acquirente^[13].

Sulla tematica Assonime ricorda due importanti passaggi della circolare della Agenzia: anzitutto la **non applicazione delle sanzioni** per obiettive condizioni di incertezza applicativa della norma in relazione alle operazioni poste in essere prima della pubblicazione della circolare^[14] e la **non applicazione delle ritenute** agli interessi corrisposti a finanziatori esteri "qualificati"^[15] successivamente all'entrata in vigore dell'art. 26, comma 5-bis, del D.P.R. n. 600/1973^[16].

6. Finanziamenti erogati dai soci (esteri)

Uno dei passaggi più significativi della circolare della Agenzia riguarda la possibilità di riqualificare i finanziamenti dei soci esteri quali **apporti di capitale**, con conseguente ineducibilità delle somme corrisposte a titolo di remunerazione (interessi). Trattandosi di riqualificare un rapporto contrattuale l'Agenzia ricorda che devono sussistere elementi sintomatici atti a giustificare l'operato degli Uffici: occorrerà verificare, caso per caso, le condizioni che regolano il prestito dei soci e, soprattutto, come questo viene considerato dai finanziatori terzi.

L'Agenzia elenca alcuni **elementi sintomatici** quali la **postergazione dello shareholder loan** rispetto ai debiti contratti verso finanziatori terzi ovvero l'esistenza delle medesime restrizioni applicabili alle operazioni che hanno per oggetto l'*equity* (e quindi il pagamento di dividendi o le riduzioni di capitale o di riserve di capitale) oppure ancora la non considerazione del debito verso soci e dei relativi interessi nelle formule che consentono di stabilire l'eventuale *default* (c.d. *financial covenants* sempre presenti nei contratti di finanziamento). Il tema è evidentemente rilevante e le posizioni della Agenzia sembrano troppo assolute e meriterebbero di essere quanto meno precisate. La scelta dell'investitore tra dotare il veicolo di *equity* ovvero di debito (ovvero, come accade di solito, con un *mix* di entrambi) è una scelta imprenditoriale che risponde ad esigenze plurime, tra cui quella di ottimizzare il rendimento complessivo dei capitali. Né può dubitarsi che in caso di *default* della società acquistata sussistono gradazioni diverse di tutela per i finanziatori (ancorché soci) ed i titolari dell'*equity* così come l'esistenza di soggetti terzi disponibili ad erogare finanziamenti postergati rappresenta una prova significativa del fatto che alcune caratteristiche del finanziamento (*in primis* la postergazione) sono "tipiche" (ed affatto anomale) e ricevono una remunerazione apposita. Il fatto, poi, che nei rapporti con i finanziatori terzi gli *shareholder loan* siano considerati in modo tale da non penalizzare mai i *senior lenders* (ad esempio attraverso la limitazione dei rimborsi o del pagamento degli interessi) oppure da agevolare il rispetto dei *financial covenants* (mediante l'esclusione del debito verso soci tra l'indebitamento rilevante ovvero attraverso il computo dello stesso nell'*equity*) non significa certo che alla forma non corrisponda la sostanza dell'operazione. Si tratta, infatti, di aspetti negoziali - valutati da controparti indipendenti - che incidono tipicamente sulla possibilità di reperire le somme o, quanto meno, sul relativo costo. Diverso sarebbe il ragionamento se lo *shareholder loan* fosse concesso a condizioni fuori mercato ovvero se la struttura complessiva *debt/equity* risultasse significativamente sbilanciata.

Come già rilevato in altro intervento su questa rivista^[17] il tema dei finanziamenti dei soci è trattato dalla Agenzia in un paragrafo della circolare dedicato espressamente ai soggetti non residenti, facendo così intendere che qualora l'operazione fosse posta in essere da soggetti residenti la riqualificazione non dovrebbe aver luogo.

Va ricordato comunque che anche con riferimento a tale tematica l'Agenzia ha correttamente escluso l'applicazione delle sanzioni in relazione ad operazioni poste in essere prima della pubblicazione del documento di prassi.

7. Regime fiscale delle commissioni

La circolare Assonime si sofferma anche sul tema della remunerazione delle *private equity firm* che avviene attraverso il riconoscimento di specifiche commissioni, alcune delle quali **fisse** ed altre variabili.

Le prime si possono suddividere in due categorie: le c.d. *management fee* addebitate al fondo e le *other fee* addebitate alle società acquisite (*portfolio company*).

Le commissioni **variabili** (c.d. *carried interest*), invece, rappresentano la remunerazione dei risultati ottenuti dalle *private equity firm*, tipicamente riconosciute dopo il raggiungimento di predefiniti obiettivi di rendimento per gli investitori.

L'attenzione del Fisco si focalizza sulla componente fissa della remunerazione poiché non è indifferente il soggetto cui le diverse commissioni sono addebitate: mentre per il fondo (attesa la sua peculiare fiscalità) tali oneri non determinano una riduzione dell'imponibile, se l'addebito riguarda le **portfolio companies** ovviamente si ottiene una riduzione del relativo reddito imponibile.

Ferma restando la valutazione caso per caso, il principio che ispira il pensiero della Agenzia è quello di evitare che servizi resi (dalle *private equity firm*) a favore degli investitori (e quindi del fondo) vengano addebitati alle *portfolio companies* per ridurre il reddito imponibile.

Oltre al possibile disconoscimento dell'inerenza di tali costi, con effetti anche ai fini IVA (la cui indetraibilità deriverebbe dalla mancanza di quel "nesso diretto e immediato, che deve sussistere fra un'operazione a monte e le operazioni a valle") resta impregiudicata la possibilità per i verificatori di sindacare la congruità dell'addebito da parte di entità non residenti in applicazione delle regole generali in materia di *transfer pricing*.

8. Tassazione dei proventi conseguiti a seguito dell'exit

Su questa tematica la circolare della Agenzia ha sollevato molte discussioni tra gli operatori, sebbene non possa non rilevarsi come le questioni affrontate non rappresentino una novità assoluta né una modifica di approccio bensì l'esplicitazione di concetto già noto: evitare che attraverso l'utilizzo di **società interposte nella catena di controllo** e (solo formalmente) localizzate in Paesi che possono beneficiare di normative di favore (tipicamente Direttive UE e/o convenzioni bilaterali) venga sottratto imponibile alla tassazione in Italia^[18].

Il **profitto** realizzabile dal **veicolo localizzato all'estero** avviene tipicamente in due modi:

- attraverso l'**incasso di dividendi** da parte della società italiana che procede alla cessione della *target*: è l'ipotesi in cui BidCo non si fonda con *target* ovvero la partecipazione in BidCo sia detenuta da altro soggetto residente (ItaHoldCo). In tali circostanze BidCo o ItaHoldCo realizzeranno il *capital gain* per effetto della dismissione e riverseranno alla controllante estera le somme a titolo di dividendo;

- attraverso la **dismissione diretta delle partecipazioni italiane** (che sia la *target* ovvero una società posta ad un livello più alto della catena di controllo - BidCo se non è stata fusa con *target* o ItaHoldCo - nulla cambia).

Il trattamento fiscale di queste componenti dipende, secondo l'Agenzia, dalla natura del veicolo estero in discorso: occorre verificare cioè se le stesse "siano caratterizzate da un radicamento effettivo nel tessuto economico del Paese di insediamento ovvero che non fungano da mere 'conduit' con riferimento alla singola transazione, non svolgendo una reale e genuina attività economica". In caso affermativo *nulla quaestio* essendo ovviamente libera ed insindacabile la scelta di localizzare la propria attività economica; diversamente potrebbero essere disconosciuti tutti i benefici ottenuti attraverso l'utilizzo di tale veicolo estero con conseguente tassazione delle componenti positive di reddito in Italia.

L'Agenzia individua espressamente alcune caratteristiche atte a qualificare il veicolo come **entità "priva di sostanza economica"**:

- qualora sia configurabile come **"costruzione di puro artificio"** e cioè come entità intermedia caratterizzata da una struttura organizzativa "leggera", mancante di risorse in termini di personale, capitali e strutture e priva di autonomia gestionale; ovvero

- qualora, pur non essendo qualificabile come "costruzione di puro artificio" abbia posto in essere una "operazione *conduit* tramite cui il fondo stesso evita il regime ordinario di tassazione": si tratterebbe quindi di struttura "genuina" che però assumerebbe il ruolo di **struttura finanziaria passante**, con riguardo alla specifica operazione", evenienza che andrebbe verificata con riferimento alla eventuale coincidenza tra fonti ed impieghi derivanti cioè da

“condizioni contrattuali quasi del tutto speculari (durata, importi, modalità e scadenza di maturazione degli interessi) o comunque funzionali a consentire la corrispondenza tra quanto incassato sugli impieghi e quanto pagato sulle fonti”.

In queste circostanze, in **manca di ragioni extra fiscali non marginali**, i benefici fiscali fruiti dai proventi dell'*exit* possono essere disconosciuti applicando:

- per i dividendi in uscita la norma antielusiva specifica di cui all'art. 27-*bis*, comma 5, del D.P.R. n. 600/1973 con conseguente applicazione delle ritenute in misura piena in luogo dell'esenzione [19],

- per le plusvalenze, la disposizione antielusiva generale contenuta nell'art. 10-*bis* della Legge n. 212/2000 (ovvero nell'art. 37-*bis* del D.P.R. n. 600/1973, applicabile *ratione temporis*), nonché la disposizione relativa all'interposizione fittizia di cui all'art. 37, comma 3, del D.P.R. n. 600/1973 [20] con relativa tassazione delle plusvalenze secondo quanto previsto dall'art. 23, comma 1, lett. f), del T.U.I.R. [21].

Una volta superato lo “schermo” del veicolo comunitario l'Agenzia fa una “apertura” agli **investitori di ultima istanza**. Infatti, “stante in linea generale la natura di entità fiscalmente trasparenti dei veicoli di investimento collettivo (rectius, dei fondi)” viene ritenuto applicabile un approccio c.d. *look through* che consideri cioè trasparente il veicolo e giunga, a ritroso, all'individuazione degli investitori esteri finali che potrebbero invocare direttamente i benefici fiscali in base alla legislazione dello Stato in cui sono localizzati ed al ricorrere delle specifiche condizioni previste dalle discipline comunitarie e/o convenzionali applicabili. Deve ritenersi che in tali circostanze ciascun investitore “di ultima istanza” possa applicare le regole fiscali alla propria quota di reddito, sebbene non sia affatto scontato che l'incasso effettivo sia corrispondente alla plusvalenza ritenuta imponibile in Italia per la quota di partecipazione al fondo (quanto meno, ad esempio, per meccanismi di ripartizione non proporzionale degli utili al ricorrere di specifiche circostanze, come nel caso in cui l'operazione desse origine al riconoscimento di un *carried interest* alla *private equity firm*).

Nel merito delle questioni relative alla individuazione della “sostanza economica” per le **holding**, Assonime ricorda come, secondo gli operatori del settore, il loro utilizzo risponda sempre a “ragioni extra fiscali non marginali” (segregazione del rischio, possibilità di coinvolgere altri investitori, migliore allocazione delle obbligazioni di garanzia a beneficio dei finanziatori). Inoltre, per loro natura, tali strutture sono “leggere”, ma non per questo “prive di sostanza economica” [22].

Con riguardo, invece, all'ipotesi in cui il veicolo sia “**conduit**” viene ricordato come sia del tutto fisiologico, nello specifico comparto, che la *holding* (nazionale od estera) “detenga la partecipazione fino all'ottimizzazione dei risultati dell'investimento e proprio al fine di ‘monetizzare’ - e successivamente trasferire al fondo - tali risultati, mediante la dismissione dell'investimento”.

Assonime ricorda altresì come l'obiezione principale mossa dagli operatori del settore sia legata alla possibilità di disconoscere il trattamento fiscale dei proventi del fondo che sia situato in uno **Stato c.d. collaborativo**. Viene infatti ricordato che “il disconoscimento in capo a tali fondi dei vantaggi fiscali conseguiti (...) che, invece, sono riconosciuti, per diritto interno ai fondi nazionali determinerebbe disparità di trattamento censurabili sotto il profilo della libertà di circolazione dei capitali” [23]. Nella circolare della Agenzia, a dire il vero, la questione sembra limitata ai fondi insediati in Paesi non collaborativi cosicché Assonime può affermare che “sembrerebbe che, anche secondo l'Amministrazione finanziaria, l'onere di provare la ‘bontà’ della catena partecipativa con cui è realizzato l'investimento, debba ricadere sul contribuente solo laddove sia in presenza di fondi situati in Paesi non collaborativi”.

Approfondendo le questioni, Assonime ricorda come l'analisi della natura *conduit* o meno di una *holding* sia compito tutt'altro che semplice. Vengono ricordati i documenti OCSE in cui si dà conto del fatto che le società *holding* svolgono legittimamente funzioni economiche importanti nel *business* internazionale, possono essere utilizzate per organizzare “*assets liabilities and activities*” con modalità in grado di “ottimizzare il funzionamento della struttura di *governance* dell'impresa e facilitare l'acquisizione e la dismissione delle *business units* localizzate nei vari Paesi” [24].

Altra questione sempre “calda” quando si tratta di società *holding* è quella del relativo “**beneficiario effettivo**” che, ricorda Assonime, assume contorni peculiari in relazione ai dividendi rispetto alle fattispecie relative agli interessi e alle *royalties*: tale natura, infatti, può essere disconosciuta solo laddove siano astrattamente concepibili obbligazioni che impongano a

quest'ultima di restituire *back to back* i proventi ad altri soggetti (fattispecie che, per i dividendi, si configura tipicamente nell'ambito di costruzioni artificiose come, ad esempio, nell'ambito di operazioni di *dividend washing*) ossia qualora la *holding* "svolga la chiara funzione di soggetto interposto". Tale eventualità, continua Assonime, "non si ritiene che di per sé si realizzi nell'ipotesi normale in cui la *holding* si limiti ad eseguire una delibera assembleare di distribuzione dell'utile; delibera che nasce da un rapporto associativo e non sinallagmatico". Evenienza che dovrebbe risolvere sul nascere il problema della individuazione del "beneficiario effettivo" dei dividendi^[25].

Correttamente Assonime rileva come la questione di fondo resta quella di stabilire se un veicolo societario possa legittimamente essere utilizzato come *longa manus* di un socio e, nello specifico, di un fondo di *private equity*. Si tratta di questione oggetto di analisi ed approfondimento a livello internazionale^[26] in cui "è stata raggiunta la piena consapevolezza che i fondi di *private equity* sono strumenti di investimento che possono convogliare risorse finanziarie di varia provenienza, a discapito di quella trasparenza cui gli Stati di residenza degli investitori ambirebbero; dall'altro lato, però, si è preso anche atto delle difficoltà applicative dell'adozione di un approccio c.d. *look through* poiché, nella maggior parte dei casi, è oggettivamente impraticabile raggiungere la trasparenza di tutta la catena partecipativa e risalire agli investitori 'finali'. Se si abbandona l'obiettivo, oggettivamente complesso, della piena trasparenza si possono percorrere soluzioni alternative; attualmente, ricorda Assonime, a livello OCSE si stanno valutando tesi che pongono l'attenzione sul **grado di "affidabilità" del soggetto intermedio**, così che l'ubicazione del fondo o del suo gestore in uno Stato "collaborativo" (che consenta cioè un adeguato scambio di informazioni), la presenza in tale Stato di un efficace sistema di vigilanza che assicuri l'indipendenza gestionale e la pluralità dei partecipanti ovvero la possibilità di individuare a monte del soggetto intermedio degli investitori "istituzionali", potrebbero essere garanzie sufficienti a ritenere che la complessiva struttura sia assimilabile a quella posta in essere da investitori italiani e, come tale, "genuina".

Nelle more di una definizione della questione a livello internazionale è auspicabile che l'Agenzia mantenga un approccio "caso per caso", evitando cioè di penalizzare in modo indiscriminato gli investitori non residenti.

Note:

[*] ACP Studio - Alonzo Committeri & Partners - Equity Partner.

[1] Per un primo commento si veda anche P. Alonzo - G.M. Committeri, "Leverage, sconti a effetto esteso", in *Il Sole - 24 Ore* del 6 aprile 2016, pag. 42; G.M. Committeri, "Operazioni di *Leveraged Buy Out*: nella circolare molte luci e qualche ombra", in *il fisco*, n. 18/2016, pag. 1753; G.M. Committeri, "Le operazioni di *Leveraged Buy-Out* dopo i chiarimenti delle entrate", in *La Gestione Straordinaria delle imprese*, n. 3/2016, pag. 23.

[2] Nella seconda tipologia di operazioni la società oggetto di acquisizione (*target*) viene fusa con il veicolo che ha formalizzato l'acquisto.

[3] Nella prassi la fusione avviene di regola quando l'acquisizione con indebitamento riguarda il 100% del capitale della *target* evitandosi così effetti diluitivi sulla partecipazione acquistata "a leva". Per effetto della fusione i finanziatori dell'acquisizione ottengono l'obiettivo di rimuovere la c.d. subordinazione strutturale (rappresentata, appunto, dalla allocazione del debito ad un livello più alto della struttura rispetto ai flussi di cassa attesi).

[4] Sotto la *holding* UE (HoldCo) può esserci direttamente la partecipazione nella *target* italiana ovvero altra *holding* italiana (ItaHoldCo) che detiene a sua volta la *target*.

[5] Opportunamente la circolare Assonime richiama i recenti chiarimenti contenuti nella circolare n. 25/E del 1° giugno 2016 della Agenzia delle entrate sull'ambito applicativo e sulle modalità di presentazione dell'interpello sui nuovi investimenti previsto dall'art. 2 del Decreto internazionalizzazione (D.Lgs. n. 147/2015). Viene infatti espressamente sancito che nella nozione di investimento eleggibile sono incluse anche "le fattispecie riconducibili al *leveraged buy out* che constano in una serie complessa di operazioni (costituzione di una *newco* e sottoscrizione di un contratto di finanziamento, operazioni di *share deal*, fusione fra società o esercizio dell'opzione per il consolidato)". L'apertura è certamente apprezzabile anche perché i limiti quantitativi di accesso (investimento complessivo pari ad almeno 30 milioni) non sembrano limitare in modo significativo l'accesso all'istituto. È appena il caso di ricordare che per effetto del nuovo *ruling* gli operatori stranieri possono ottenere certezze davvero importanti essendo la posizione espressa dalla Agenzie delle entrate pienamente vincolante e non revocabile.

- [6] Le tematiche relative alle operazioni di LBO/MLBO sono sviluppate al paragrafo 2.1.
- [7] Tale ultima tesi veniva supportata da asserzioni contenute negli avvisi di accertamento ai sensi delle quali, come ricordato da Assonime, si contestava che "l'unica finalità della struttura dell'operazione, se pur basata su strumenti leciti (fusione e consolidato fiscale), fosse quella di consentire la deduzione di interessi passivi e lo scomputo di perdite dal reddito della *target* diversamente non possibile", come se l'acquisto di una partecipazione non fosse l'effettiva ed unica causa dell'operazione. Veniva cioè sostenuta una tesi davvero singolare: tra parti terze indipendenti si montava una complessa operazione finanziaria con ricorso a capitale di credito oneroso (certamente da rimborsare) avendo quale unica finalità quella di dedurre interessi passivi. Ovviamente non era così ma, come spesso avviene, anche tesi bizzarre possono purtroppo trovare un minimo di seguito giurisprudenziale tale da non suggerire un loro rapido abbandono come invece avrebbero meritato.
- [8] La prima *holding* riceve *equity* e debito (prestito temporaneo o "ponte") che trasferisce alla seconda *holding* interamente a titolo di *equity*; la seconda *holding* perfeziona l'acquisto e procede alla fusione con *target* (senza effetti diluitivi) che immediatamente dopo si indebita per restituire le riserve di patrimonio netto alla prima *holding* che estingue così il prestito ponte.
- [9] Cfr. G.M. Committeri, "Operazioni di *Leveraged Buy Out*: nella circolare molte luci e qualche ombra", in *il fisco*, n. 18/2016, pag. 1753.
- [10] Più in dettaglio, l'inadempimento è punito con apposita sanzione amministrativa ricompresa tra 2.000 e 21.000 euro che può essere raddoppiata qualora, in sede di accertamento, venga disconosciuta la spettanza della disapplicazione (cfr. art. 11, comma 7-ter, del D.Lgs. n. 471/1997).
- [11] Ossia quei soggetti che, in forza di appositi accordi bilaterali, forniscono il *funding* alla banca italiana (ovvero stabile organizzazione italiana di banca estera) che è la controparte negoziale del soggetto finanziato residente.
- [12] È opportuno ricordare che tali soggetti (c.d. *credit support providers*) ricevono la propria remunerazione dalla banca residente sotto forma di interessi su depositi bancari ovvero di commissioni di garanzia, entrambi esclusi da qualsiasi imposizione in Italia.
- [13] È chiaro che se BidCo avesse ricevuto i finanziamenti direttamente dai soggetti non residenti i relativi interessi sarebbero assoggettati a ritenuta alla fonte non potendo trovare applicazione l'esenzione stabilita dalla Direttiva 2003/49/CE (Direttiva interessi e canoni). L'interposizione di un soggetto stabilito in un Paese UE consentirebbe, infatti, di applicare la menzionata Direttiva.
- [14] Si deve ritenere che il principio si applichi a tutti i finanziamenti sottoscritti anteriormente al 30 marzo 2016, a nulla rilevando l'eventuale erogazione differita delle somme.
- [15] Si tratta di (i) enti creditizi stabiliti in Paesi UE (individuati dalla Direttiva 2013/36/UE) (ii) imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati UE e (iii) investitori istituzionali esteri soggetti a forme di vigilanza nei Paesi esteri in cui sono istituiti.
- [16] Disposizione introdotta dall'art. 22, comma 1, del D.L. 24 giugno 2014, n. 91.
- [17] G.M. Committeri, "Operazioni di *Leveraged Buy Out*: nella circolare molte luci e qualche ombra", in *il fisco*, n. 18/2016, pag. 1753.
- [18] La circolare della Agenzia ricorda come la mancata imposizione del profitto in Italia possa avvenire attraverso l'utilizzo congiunto "di disposizioni di origine comunitaria e/o convenzionale (ad es. il regime dei dividendi intracomunitari o il regime convenzionale dei '*capital gains*'), con il ricorso a particolari strumenti finanziari, che in alcuni casi sono anche oggetto di accordi con l'autorità fiscale di Paesi diversi dall'Italia (c.d. *ruling opachi*)".
- [19] Assonime correttamente rileva come nel caso di dividendi diversi da quelli rientranti nel regime madre-figlia l'Agenzia sarà costretta ad operare un "doppio passaggio": andrà infatti disconosciuto il beneficio attraverso l'applicazione della norma antielusiva generale (oggi contenuta nell'art. 10-bis della Legge n. 212/2000) e sarà l'Amministrazione finanziaria a dover assolvere l'onere della prova in merito alla sussistenza delle condizioni normative che legittimano la disapplicazione del regime di favore di volta in volta applicato.
- [20] Il richiamo all'interposizione fittizia desta, secondo Assonime, qualche perplessità. Pur nella consapevolezza che la norma richiamata è stata interpretata nel senso di essere applicabile

anche alle ipotesi di interposizione reale (cfr. Cass. n. 12788 del 10 giugno 2011), per le operazioni elusive si dovrebbe ora far riferimento esclusivamente al nuovo art. 10-*bis* dello Statuto del contribuente e, di conseguenza, "la portata applicativa dell'art. 37, comma 3, del D.P.R. n. 600/1973 debba più correttamente essere limitata all'interposizione fittizia in senso proprio. In quest'ottica, si tratta di disposizione che non dovrebbe riguardare il caso di specie".

[21] Ferma restando la difficoltà di contestare tale eventuale violazione ad un soggetto estero, sebbene comunitario, ovvero al soggetto che riveste un ruolo apicale nella catena di controllo (tipicamente un fondo estero che potrebbe essere localizzato anche in stati o territori non collaborativi). È di tutta evidenza, infatti, che nessun altro soggetto potrebbe essere chiamato a rispondere della eventuale violazione tributaria perpetrata dall'investitore non residente all'*exit*.

[22] Viene correttamente ricordata la tesi sostenuta dalla Agenzia delle entrate con la circolare n. 32/E dell'8 luglio 2011 ove sul tema delle *holding* veniva appunto chiarito che esse "di regola non sviluppano nella loro attività una 'presenza fisica significativa', ma non possono per questo essere tutte considerate quali forme di abuso del diritto di stabilimento".

[23] Sul tema vengono ricordate le pronunce della CGE cause C-338/11 e C-347/11 del 2012 e C-190/12 del 2014.

[24] La circolare Assonime richiama (cfr. nota 21 a pag. 29) i documenti OCSE che hanno esaminato l'utilizzo *harmful* delle *holding* (Capitolo VI della *Consolidated Application Note* pubblicata nel 2004).

[25] La circolare Assonime ripercorre (cfr. nota 22 a pag. 29) la cronistoria dell'approccio tenuto in ambito OCSE sul tema del "beneficiario effettivo" in materia di dividendi, ricordando che attualmente "non è necessario che il diritto ad utilizzare e godere del reddito sia pieno e assoluto" e che il disconoscimento della qualifica postula l'esistenza di obbligazioni che "devono riguardare i dividendi ricevuti e che sono quindi escluse le obbligazioni legali e contrattuali ad essi non correlate, anche se il percettore utilizza le risorse per soddisfare queste obbligazioni".

[26] Cfr. il documento pubblico di discussione dell'OCSE, *Treaty Entitlement of non-civ funds*, pubblicato il 24 marzo 2016.

Copyright 2011 Wolters Kluwer Italia Srl - Tutti i diritti riservati
UTET Giuridica® è un marchio registrato e concesso in licenza da UTET S.p.A. a Wolters Kluwer Italia S.r.l.