

MLBO, rischio di abuso del diritto nella creazione di base ACE

di Gian Marco Committeri (*)

Con il Principio di diritto n. 1 pubblicato il 29 gennaio 2019, l'Agenzia delle entrate, dopo i chiarimenti forniti con la circolare n. 6/E/2016, è tornata a pronunciarsi sul tema dell'abuso del diritto nell'ambito delle operazioni di *Merger Leveraged Buy-Out* (MLBO). Stando alla recente interpretazione fornita dall'Amministrazione finanziaria, nell'ambito di un'operazione di MLBO strutturata su più livelli di società veicolo, residenti in Italia e all'estero, finalizzata all'acquisizione delle azioni di una società *target* quotata mediante acquisizione delle stesse sia dai precedenti soci di maggioranza sia sul mercato, il reinvestimento di parte della liquidità riveniente dalla predetta cessione da parte degli *ex* soci di maggioranza nella società veicolo acquirente - al fine di dotarla delle risorse liquide per l'acquisizione delle rimanenti azioni sul mercato - configura un'ipotesi di abuso del diritto, determinando una creazione artificiosa di base ACE in capo alla società veicolo. La struttura dell'operazione esaminata dalla Agenzia delle entrate non appare, tuttavia, quella tipica delle operazioni di re-investimento (frequenti nelle operazioni poste in essere dagli operatori di *private equity*), dove questo avviene ad un livello superiore della catena di controllo, senza creazione artificiosa di base ACE ed in presenza di ragioni extra-fiscali non marginali.

1. Premessa

Con il Principio di diritto n. 1 del 29 gennaio 2019, l'Agenzia delle entrate è nuovamente intervenuta sul tema dell'abuso del diritto connesso alle operazioni di acquisizione con indebitamento (*Merger Leveraged Buy-Out* - "MLBO"). L'espressione "**operazioni di acquisizione con indebitamento**" - con cui si fa riferimento sia ad una singola operazione sia ad un complesso di operazioni anche di forme diverse - definisce l'acquisizione di un'azienda o di una partecipazione (di controllo o totalitaria) in una determinata società (c.d. società obiettivo o *target*), posta in essere mediante la creazione di un'apposita società veicolo (c.d. *Bid-Co*) che viene finanziata, in parte mediante l'apporto di capitale proprio (*equity*) e in parte mediante prestiti one-

rosi (*debt*). La scelta delle fonti per finanziare una determinata operazione di acquisizione è riconducibile fondamentalmente all'utilizzo dell'indebitamento come "**leva finanziaria**" (c.d. *leverage*), che comporta l'emergere di benefici incrementali fintanto che il costo del *debt* sia inferiore al rendimento atteso sul capitale di rischio. Le operazioni di MLBO si caratterizzano, quindi, per l'esistenza di una sola causa, che è costituita dall'acquisizione di un'impresa o di una partecipazione che consenta il controllo della società *target*.

2. Operazioni di MLBO

L'Amministrazione finanziaria, già nell'ambito della circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 (1), ha fornito importanti chiarimenti sulle tematiche

(*) ACP Studio - Alonzo Committeri & Partners - *Equity Partner*.

(1) Per un approfondimento sulla circolare, v. G.M. Commit-

teri, "Operazioni di *leveraged buy out*: nella circolare molte luci e qualche ombra", in *il fisco*, n. 18/2016, pag. 1753.

fiscali connesse a tali operazioni straordinarie, riconoscendo che, in linea di principio, le operazioni di MLBO, rispondendo a finalità extrafiscali riconosciute anche dal Codice civile, **difficilmente** possono ritenersi finalizzate essenzialmente al perseguimento di **indebiti vantaggi fiscali**.

Richiamata l'assoluta liceità delle operazioni di MLBO, l'Agenzia delle entrate si è anche soffermata sulla **struttura** di tali operazioni straordinarie, che può essere così scomposta:

(i) negoziazione e conclusione degli accordi vincolanti (*i.e.* preliminari di vendita delle azioni o quote della società *target* e contratti di finanziamento, c.d. **signing**);

(ii) costituzione della società veicolo, formalizzazione ed esecuzione, solitamente contestuale, del contratto di compravendita e dei contratti di finanziamento (c.d. **closing**);

(iii) fusione (diretta o inversa) del veicolo utilizzato per l'acquisizione (*Bid-Co*) con la società *target* con trasferimento su quest'ultima del debito contratto per la sua acquisizione (c.d. **debt push down**).

Nell'ambito di tali operazioni, è frequente che i soggetti finanziatori vincolino l'erogazione del finanziamento sia alla creazione della società veicolo (per ottenere il beneficio della segregazione dell'investimento) sia alla successiva fusione della stessa con la *target*, al fine, principalmente, di avvicinare il debito alle attività poste a garanzia del finanziamento ed in grado di generare i flussi di cassa necessari per ripagare il debito medesimo. Tale prassi, pertanto, configura un'altra **ragione extra-fiscale** tutt'altro che marginale alla base delle operazioni di MLBO, posto che i finanziatori sono parte integrante di qualsiasi operazione di acquisizione con indebitamento.

Indipendentemente dalle strutture utilizzate, la società veicolo accende dei **finanziamenti onerosi**, che, di norma, sono dei prestiti ponte che vengono ad essere rifinanziati al momento dell'acquisizione delle partecipazioni nella società *target*, le cui azioni rappresentano, prima della fusione, una garanzia accessoria al rimborso del prestito, essendo concesse in pegno. L'indebitamento assunto dal veicolo, sotto il profilo giuridico-economico, è quindi funzionale all'acquisizione della società *target*, ragion per cui l'Agenzia delle entrate ha riconosciuto la deducibilità degli interessi passivi derivanti dalle operazioni di ac-

quisizione con indebitamento. In conseguenza di tale nuovo inquadramento delle operazioni di MLBO, l'Agenzia delle entrate ha anche invitato gli Uffici operativi a riconsiderare (ed eventualmente abbandonare) le contestazioni formulate ai sensi dell'art. 10-*bis* della Legge n. 212/2000 (e dell'ormai abrogato art. 37-*bis* del D.P.R. n. 600/1973), "salvo che, nei singoli casi, non si riscontrino altri specifici profili di artificiosità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto (...)". In tal senso, l'Agenzia, ancora oggi continua a ravvisare dei profili di abusività rispetto a quelle operazioni di MLBO in cui abbiamo concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società *target*. Merita ricordare che anche in un più recente documento di prassi (Risposta n. 127 del 24 dicembre 2018 relativa ad una operazione di MLBO) (2) l'Agenzia ha avuto modo riaffermare che "non è oggetto della presente risposta la liceità, ai sensi dell'art. 10-*bis* della Legge n. 212 del 2000, delle operazioni societarie precedentemente illustrate; in particolare, per quanto attiene ai profili di abuso dell'operazione, qualora all'effettuazione dell'operazione di MLBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società *target*".

Tale posizione può essere condivisa solo se a porre in essere l'operazione sono i **medesimi soci** che controllano la **società target** e che al termine dell'operazione mantengono sostanzialmente le **medesime percentuali di partecipazione**, poiché, non realizzandosi una modifica dell'assetto di controllo (c.d. *change of control*), l'operazione non presenterebbe le necessarie motivazioni extra-fiscali non marginali; diversamente se i **soci** che (prima) controllavano la *target* partecipano all'operazione ed alla fine sono in posizione di **minoranza** (perché, ad esempio, la maggioranza viene assunta da un nuovo acquirente), non si possono ravvisare profili di elusività. Tale conclusione, peraltro, sembra essere suffragata ulteriormente da quanto recentemente statuito dalla Corte di cassazione con l'ordinanza n. 868 del 16 gennaio 2019, secondo cui, al fine di escludere l'abuso del diritto, non serve che, per effetto delle operazioni di acquisizione con indebitamento, si giunga ad un diverso assetto di controllo della società *target* ovvero, più esattamente, non configura operazione abusiva del diritto quella in forza della quale un socio (preesistente) mantiene una partecipazio-

(2) In tale contesto l'Agenzia non ha esaminato gli aspetti connessi alla possibile elusività dell'operazione con riferimento

alla creazione di base ACE, precisando espressamente che tale tema non era oggetto del quesito.

ne pari al 50% nella società risultante dall'operazione di MLBO.

3. Aiuto alla Crescita Economica ("ACE")

Prima di esaminare la posizione espressa dalla Agenzia delle entrate, sembra utile un breve richiamo alle disposizioni riguardanti il beneficio ACE.

La misura (introdotta dal D.L. n. 201/2011)(3) esclude dalla base imponibile del reddito d'impresa il **rendimento nozionale** riferibile ai nuovi **apporti di capitale di rischio** e agli **utili accantonati a riserva**, secondo il modello c.d. ACE (*Allowance for Corporate Equity*). Nella sostanza, viene riconosciuto in deduzione il "costo-opportunità" costituito dalla scelta di non investire il capitale, conferito in azienda ovvero generato e non distribuito ai soci (utile), in un'attività finanziaria priva di rischio. Con questa agevolazione in pratica lo Stato si propone di ridurre lo squilibrio fiscale tra le imprese che si finanziano con capitale proprio (ossia quelle agevolate dall'ACE) e le imprese che si finanziano con il ricorso al debito. In definitiva l'Ace si propone di favorire una patrimonializzazione delle imprese in un Paese che da tempo soffre di una struttura di piccole e medie imprese sottocapitalizzate.

Dal punto di vista operativo l'agevolazione opera come una **deduzione dal reddito**; se il rendimento nozionale ammesso in deduzione supera il reddito imponibile, la differenza potrà essere utilizzata negli esercizi successivi. La normativa di riferimento contiene apposite disposizioni antielusive volte ad evitare una indebita percezione del beneficio; in particolare, sono oggetto di attenta valutazione le operazioni infragruppo "che potrebbero prestarsi al raggiungimento di fini elusivi nel presupposto che la direzione unitaria e la pluralità soggettiva presente all'interno del gruppo favoriscono capitalizzazioni di comodo" (4).

Per quanto di interesse in questo contesto, occorre focalizzare l'attenzione sulla previsione contenuta nel comma 3 dell'art. 10 del Decreto attuativo (5), che, alla lett. a), prevede un meccanismo automatico tendente a **ridurre la base di calcolo dell'ACE** per un importo pari ai cor-

rispettivi erogati per l'acquisizione delle partecipazioni in società controllate. La **previsione antielusiva**, quindi, delimita l'applicazione della sterilizzazione agli acquisti di partecipazioni infragruppo. Come è stato correttamente evidenziato nella relazione governativa, "l'applicazione generalizzata, riferita anche alle partecipazioni acquistate da 'terzi' sul mercato, sarebbe risultata oltremodo penalizzante per le imprese e avrebbe rischiato di 'frenare' la libera circolazione delle partecipazioni".

Va ricordato, tuttavia, che le disposizioni antielusive "speciali" contenute nel Decreto attuativo non esauriscono i casi di operazioni di capitalizzazione societaria idonee a generare un incremento dell'agevolazione ACE che possono dare luogo a fenomeni di elusione fiscale. Resta, infatti, sempre azionabile il **sindacato di elusività** attraverso l'applicazione, caso per caso, delle disposizioni di cui all'art. 37-*bis* del D.P.R. n. 600/1973 (6).

Infine, merita ricordare che l'art. 1, comma 1080, della Legge n. 145/2018 (Legge di bilancio 2019) ha abrogato l'ACE.

È, tuttavia, previsto che continuino ad applicarsi le disposizioni dell'art. 3, comma 2, del D.M. 3 agosto 2017, riguardanti il **riporto delle eccedenze ACE**, con riferimento al rendimento nozionale eccedente il reddito complessivo netto del periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2018.

4. Principio di diritto n. 1/2019

Nel contesto sopra descritto si inserisce il Principio di diritto in commento, con cui l'Agenzia delle entrate si è occupata per la prima volta in modo specifico della tematica della creazione "abusiva" di base ACE nell'ambito di operazioni di *leveraged buy-out* in cui vi sia il **reinvestimento** da parte di un **socio preesistente** (situazione che caratterizza molte operazioni, soprattutto se poste in essere da investitori istituzionali come i fondi di *private equity* che spesso condizionano l'operazione proprio alla permanenza dei soci preesistenti).

Nella fattispecie esaminata l'Agenzia ha sostenuto che, nell'ambito di un'operazione di MLBO, ricorre l'ipotesi dell'abuso del diritto nel

(3) Convertito, con modificazioni, dalla Legge 22 dicembre 2011, n. 214.

(4) Così la relazione al Decreto attuativo della disciplina.

(5) D.M. 14 marzo 2012.

(6) In tal senso si è espressa l'Agenzia delle entrate nella circolare 3 giugno 2015, n. 21/E. Si ricorda che attualmente il ri-

chiamo al citato art. 37-*bis* va riferito all'art. 10-*bis* della Legge n. 212/2000, come indicato espressamente nella relazione al Decreto del 3 agosto 2017, che ha apportato revisioni alla normativa in materia di ACE.

caso di re-investimento di parte della liquidità riveniente dalla cessione di azioni da parte degli *ex* soci di maggioranza nella società veicolo acquirente al fine di dotarla delle risorse liquide per l'acquisizione delle rimanenti azioni sul mercato. La fattispecie oggetto di analisi da parte dell'Amministrazione finanziaria riguardava un'operazione di MLBO realizzata per l'acquisizione di azioni di una società *target* quotata. In particolare, venivano poste in essere le seguenti operazioni:

- acquisizione delle azioni sia dai precedenti soci di maggioranza sia sul mercato;
- re-investimento di parte della liquidità riveniente dalla predetta cessione da parte degli *ex* soci di maggioranza nella società veicolo acquirente al fine di dotarla delle risorse liquide per l'acquisizione delle rimanenti azioni sul mercato.

Nella situazione descritta non potevano trovare applicazione le disposizioni antielusive specifiche contenute nella normativa di attuazione dell'ACE e, pertanto, l'Amministrazione finanziaria è dovuta ricorrere all'applicazione della norma antiabuso generale contenuta nell'art. 10-bis della Legge n. 212/2000.

Nello svolgimento dell'analisi l'Agenzia delle entrate ha innanzitutto ravvisato l'esistenza dell'**indebito vantaggio fiscale** in ragione di una costituzione artificiosa di base ACE. Ancorché l'operazione di re-investimento da parte dei soci abbia comportato un incremento patrimoniale della società veicolo in termini di patrimonio netto, la stessa non determinerebbe l'immissione di nuove risorse finanziarie, poiché in tal caso si verificherebbe un flusso circolare (non lineare) di denaro nell'ambito del re-investimento: dalla società-veicolo al socio-investitore (come pagamento del prezzo di cessione delle azioni) e dal socio-investitore alla società-veicolo (per effetto, appunto, del re-investimento) (7). Tale operazione sarebbe quindi contraria alla *ratio* che sta alla base della disciplina ACE, tesa ad incentivare l'effettiva patrimonializzazione delle imprese.

Passando al requisito della **sostanza economica dell'operazione**, l'Agenzia ribadisce che il

re-investimento da parte dei soci configura una mera operazione di natura circolare inidonea a produrre alcun effetto significativo diverso dall'ottenimento di un indebito vantaggio fiscale, consistente nella costituzione artificiosa di base ACE. Ferma restando la piena genuinità dell'obiettivo economico perseguito con l'operazione di MLBO, ciò che l'Agenzia delle entrate contesta in un'ottica antiabuso sono le modalità prescelte per raggiungere tale obiettivo da parte dei soggetti partecipanti (posto che la struttura dell'operazione viene ovviamente condivisa tra i nuovi soci ed il socio re-investitore). Essendo onere dell'Amministrazione finanziaria individuare le modalità alternative più lineari sul piano giuridico ed economico che avrebbero evitato l'insorgenza della base ACE artificiosa, l'Agenzia ha sostenuto che il socio re-investitore avrebbe potuto compensare il credito commerciale derivante dalla vendita delle azioni nella società *target* fino a concorrenza dell'ammontare da reinvestire nella società veicolo, ferme restando tutte le altre operazioni effettuate. Tali modalità alternative (che avrebbero semplicemente evitato il flusso circolare di denaro dalla società veicolo al socio reinvestitore e dal socio reinvestitore nella società veicolo) non avrebbero alterato l'assetto economico-negoziale che vedeva coinvolti più soggetti a svariato titolo (co-investitori e banche), in quanto il denaro era già vincolato a favore delle banche a garanzia della buona riuscita dell'operazione di rastrellamento delle azioni sul mercato.

Infine, per quanto riguarda il requisito dell'**essenzialità del vantaggio fiscale indebito**, l'Agenzia non ravvisa la sussistenza di altri vantaggi economici diversi da quello fiscale legato alla creazione artificiosa di base ACE, rispetto a quello che può essere raggiunto mediante l'operazione diretta della cessione a debito delle partecipazioni nella società *target*. In assenza di ragioni extrafiscali non marginali addotte dal contribuente per strutturare il re-investimento nel modo prescelto anziché nella sopra citata modalità alternativa (ritenuta) più lineare, l'Agenzia ha quindi concluso che l'operazione di re-in-

(7) Il concetto di flusso circolare (non genuino) era stato già fatto proprio dalla Agenzia delle entrate nella circolare n. 21/E/2015, dove veniva esaminato il seguente caso: la società capogruppo A contrae un finanziamento in denaro per 100 da un soggetto terzo ed effettua un conferimento nella società controllata B, la quale, a sua volta, effettua un finanziamento a favore del medesimo soggetto terzo. Mentre veniva ad essere automaticamente sterilizzato il conferimento in capo ad A (in

applicazione delle disposizioni antielusive specifiche), lo stesso non accadeva in capo alla società controllata B. L'Agenzia ha ritenuto che "l'operazione descritta, nel suo complesso, sia idonea a determinare un vantaggio fiscale indebito in capo alla società B (generazione di base ACE) in quanto l'incremento viene generato in modo non genuino (ossia in assenza di sostanza); infatti il 'capitale' ricevuto da B è investito per finanziare il 'capitale' stesso (operazione circolare)".

vestimento deve considerarsi abusiva ai sensi dell'art. 10-bis della Legge n. 212/2000.

5. Considerazioni conclusive

Le conclusioni cui giunge l'Amministrazione finanziaria, nel caso specifico, appaiono condivisibili, ma non possono condurre ad una generalizzata penalizzazione delle operazioni di MLBO con riferimento al beneficio ACE.

Anzitutto, si deve ricordare che hanno natura di **conferimento in denaro** anche le rinunce incondizionate dei soci al diritto alla restituzione di crediti verso la società ovvero la compensazione dei crediti in sede di sottoscrizione di aumenti del capitale nominale. Ciò porterebbe a concludere, *prima facie*, per una identità strutturale tra l'operazione posta in essere attraverso il pagamento in denaro rispetto a quella, indicata dalla Agenzia, attuata con la compensazione. Tuttavia, facendo una corretta applicazione dei principi fondatori dell'ACE, l'equivalenza tra conferimenti in denaro e la compensazione di crediti in sede di aumento di capitale va riservata esclusivamente ai **crediti di natura finanziaria**, ossia a quelli generati da precedenti finanziamenti in denaro e non anche i crediti di natura commerciale, quale appunto quello che si sarebbe generato in capo al socio per effetto della vendita a debito della partecipazione alla società-veicolo (8). La struttura alternativa dell'operazione, proposta dalla Agenzia, non avrebbe pertanto consentito di creare un base ACE, pur conducendo ai medesimi risultati in termini di partecipazione alla società-veicolo.

La struttura esaminata, tuttavia, non appare quella usualmente utilizzata per il re-investimento dei soci nelle operazioni di MLBO. Tale reinvestimento, infatti, avviene solitamente ad un livello superiore della catena di controllo, nella società (*Hold-Co*) che controlla il veicolo utilizzato per l'acquisizione (*Bid-Co*) e destinato a fondersi con la *target*. In questa struttura, quindi, l'*equity* investito in *Bid-Co* non viene ad essere artificialmente incrementato dal re-investimento del socio e non potrebbe attuarsi alcuna compensazione tra il credito commerciale (vantato verso *Bid-Co*) ed il debito da sottoscrizione dell'aumento di capitale (che risulta verso *Hold-Co*). Né potrebbe addursi da parte della Agenzia delle entrate che la soluzione più lineare sarebbe quella di un acquisto da parte di *Bid-Co*, non della totalità delle azioni, bensì di quelle residuali rispetto alla quota con cui il socio intende restare "investito" nell'operazione, poiché sussistono diverse motivazioni che rendono l'acquisto totalitario preferibile (9).

Merita segnalare, infine, come l'Agenzia, nell'ambito del Principio di diritto in commento, nulla ha detto in merito alla deducibilità degli **interessi passivi** correlati all'**acquisition financing**, certamente esistenti in una operazione di MLBO. Sarebbe auspicabile che si sia trattato di una scelta volta a riconoscere la deducibilità degli oneri finanziari ancorché, alla fine dell'operazione, nella compagine sociale della *target* siano rimasti (anche, ma non soltanto) i vecchi soci.

(8) Tale interpretazione è fatta propria dalla relazione illustrativa al Decreto attuativo, ove viene precisato che, "in coerenza con il dettato normativo, la rinuncia ai crediti o la loro compensazione non può che riguardare esclusivamente i crediti aventi natura finanziaria, cioè derivanti da precedenti finanziamenti in denaro".

(9) *In primis* perché la fusione con la partecipazione totalitaria non comporta effetti sulla *governance* complessiva che vie-

ne gestita ad un livello superiore, mentre nell'altro caso si avrebbero possibili effetti diluitivi a discapito della partecipazione detenuta dal fondo per effetto del debito contratto per l'acquisizione e, secondariamente, perché le banche finanziatrici non avrebbero il pegno sulla totalità della partecipazione con possibilità di non poter gestire efficacemente i propri diritti in caso di necessità.