

**La disciplina fiscale delle operazioni di (*merger*)
*leveraged buy out***

1. La disciplina fiscale delle operazioni di acquisizione con indebitamento alla luce delle indicazioni fornite dall’Agenzia delle entrate con la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016

Fra i documenti di prassi che interessano la determinazione del reddito di impresa, oggetto della presente dichiarazione, particolare rilievo riveste la circolare dell’Agenzia delle Entrate n. 6/E del 30 marzo 2016 che fornisce chiarimenti ad ampio spettro sul trattamento fiscale delle operazioni di acquisizione con indebitamento. Si tratta, com’è noto, delle operazioni di c.d. “(merger) leveraged buy out” (MLBO o LBO) con cui viene realizzata l’acquisizione di un’azienda o di una partecipazione (di regola, totalitaria o di controllo) in una società (c.d. *target*) attraverso la creazione di un’apposita società veicolo (cd. *Special Purpose Vehicle - SPV o BidCo o NewCo*); quest’ultima, a sua volta, viene in parte patrimonializzata con capitale proprio – che, il più delle volte, è di importo minimo – e in parte finanziata con prestiti onerosi (*debt*). Nell’ambito di tali operazioni, l’indebitamento configura una “leva finanziaria” che, come correttamente osserva l’Agenzia, realizza “*benefici (e rischi) incrementalmente fintanto che il costo del debt sia inferiore (o superiore) al rendimento del capitale di rischio*”.

La circolare dell’Agenzia si interessa in particolare delle operazioni che coinvolgono l’acquisto di partecipazioni (c.d. *share deal*). Si tratta di operazioni che si concludono normalmente con la fusione per incorporazione della società veicolo nella società *target*. Questo permette il “trasferimento del debito” alla società *target* (c.d. *debt push down*), la quale provvederà, quindi, a contabilizzare i relativi interessi passivi nel proprio conto economico e, con i proventi della propria attività, a ripagare il debito contratto dalla società veicolo nonché i relativi oneri.

Questo “trasferimento del debito” è spesso imposto dai soggetti finanziatori (*i.e.*: banche e altri investitori istituzionali) che in questo modo ottengono la possibilità 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*”.

L’operazione di fusione, del resto, trova esplicita legittimazione nell’art. 2501-*bis* del cod. civ., il quale, però, impone di portare all’attenzione dei soci di minoranza e dei creditori la sostenibilità economica e finanziaria della fusione sia nel progetto di fusione (di cui all’art. 2501-*ter*), sia nella relazione degli amministratori e degli esperti (cfr., rispettivamente, art 2501-*quinquies* e art. 2501-*sexies*).

Per la verità, l'operazione di acquisizione della società *target* può anche non concludersi con l'incorporazione della società veicolo, nel senso che le due società possono continuare ad esistere separatamente. Dal punto di vista fiscale, le due alternative sono indifferenti dato che, in entrambi i casi, si pone in modo simile il problema del riconoscimento in deduzione degli interessi passivi connessi all'indebitamento: *i)* o come oneri propri della società *target* in caso di fusione per incorporazione della società veicolo o, altrimenti, *ii)* come oneri propri della società veicolo che generano, di regola, perdite gestionali suscettibili di essere compensate, attraverso l'opzione per il consolidato fiscale di cui agli artt. 117 e ss. del TUIR con la società *target*, con i redditi di quest'ultima.

Come accennato, la circolare dell'Agenzia fornisce su questa tipologia di operazioni indicazioni a tutto campo. Si occupa, infatti, tanto delle operazioni di *leveraged buy out* realizzate da investitori residenti, quanto, in particolare modo, di quelle effettuate da investitori esteri e, segnatamente, dai c.d. fondi di *private equity* (si tratta, normalmente, di "*limited partnership*" organizzate e gestite dal "*general partner*" e caratterizzate dalla trasparenza fiscale rispetto ai sottostanti investitori).

Soprattutto, l'Agenzia fornisce indicazioni sulla tematica della deducibilità degli interessi passivi relativi non solo a finanziamenti contratti con finanziatori terzi (nazionali ed esteri), ma anche a finanziamenti direttamente contratti con il fondo di investimento o con sue strutture parallele, nonché sulla rilevanza dei servizi attinenti all'operazione resi alla società veicolo o alla società *target* (una volta attuata la fusione) dal gestore del fondo e promotore dell'operazione (c.d. *private equity firm*). Infine, tenendo conto che i fondi di *private equity* esteri attuano, normalmente, l'investimento attraverso una società *holding* a ciò preposta e collocata in uno Stato europeo, sotto la quale operano una o più società veicolo (poste lungo un'unica catena partecipativa), l'Agenzia si occupa in particolar modo del regime fiscale applicabile alla fase conclusiva dell'investimento, una volta ristrutturata l'attività della società *target*, e cioè al c.d. *exit* con cui il fondo estero realizza i proventi dell'investimento.

Si tratta, in particolare, del regime delle ritenute in uscita sui dividendi erogati ai soci esteri e del trattamento ai fini impositivi dei "*capital gains*" da cessione di partecipazioni che i suddetti soci possono realizzare direttamente nello Stato in cui risiedono, attraverso la vendita delle partecipazioni nella società *target* residente in Italia.

Diciamo subito che i chiarimenti dell'Agenzia, per un verso, hanno risolto positivamente non poche problematiche che si trascinarono da tempo, in particolare, per quanto concerne la deducibilità degli oneri di finanziamento contratti per realizzare l'operazione. Per altro verso, però, soprattutto in tema di "exit", hanno aperto altre questioni che – secondo gli operatori del settore – potrebbero rischiare di ingenerare nuove incertezze interpretative con impatti negativi sulla scelta degli investitori esteri e, in particolare, dei fondi di *private equity*, di attuare queste operazioni di "(merger) leveraged buy out" con società *target* residenti in Italia.

Ad onor del vero, su questa particolare tematica dell'*exit*, la circolare non pone preclusioni di principio, ma prevede un'analisi caso per caso della "genuinità" dell'operazione. Tuttavia, ad avviso degli operatori, proprio questo approccio potrebbe rendere incerti gli esiti fiscali dell'investimento ¹.

Si tratta, comunque, di tematiche che richiedono un adeguato approfondimento e sulle quali torneremo senz'altro in altra occasione. In questa sede ci limitiamo a segnalare i punti salienti delle posizioni assunte dall'Agenzia e, in particolare, quelli che risultano di interesse ai fini della presente dichiarazione dei redditi.

¹ In particolare, alcuni operatori paventano un "blocco" degli investimenti in Italia. Considerato, infatti, che questa tipologia di operazioni è caratterizzata da tempi medio-brevi di realizzazione, i proventi dell'investimento sono conseguiti, di norma, entro uno spazio temporale limitato (dai tre ai sette anni), sicché per effettuare l'investimento il fondo deve poter fare ragionevole affidamento sull'attendibilità prospettica del risultato economico-finanziario della complessiva operazione. L'incertezza giuridica in ordine al trattamento fiscale del provento da "exit" potrebbe disincentivare gli investitori esteri ad operare in Italia impattando negativamente sul *business plan* perché implica una stima "al ribasso" circa i valori attesi dell'investimento. Analoghe conseguenze negative si potrebbero verificare anche nell'ipotesi di trasferimento dell'investimento tra fondi: l'investimento in Italia potrebbe essere valutato come maggiormente rischioso – il che determinerebbe una riduzione del prezzo delle transazioni rispetto al passato – proprio a motivo delle incertezze in ordine al regime fiscale dei proventi conseguibili.

Occorre, tuttavia, per completezza anche aggiungere che l'Agenzia delle Entrate sembra chiaramente voler mitigare questi timori: infatti, con la circolare n. 25/E del 1° giugno 2016, contenente i primi chiarimenti sull'ambito applicativo e sulle modalità di presentazione dell'interpello sui nuovi investimenti previsto dall'art. 2 del D.Lgs. 14 settembre 2015, n. 147 (c.d. decreto internazionalizzazione), sono state espressamente incluse nella definizione di investimento che consente l'accesso all'istituto anche "*le fattispecie riconducibili al leveraged buy out che constano di 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)*". Si tratta di un'importante precisazione, ancorché si tratti di istituto che presenta precisi limiti di operatività: esso infatti è applicabile – lo ricordiamo – solo nel caso in cui il valore complessivo dell'investimento, nel suo complesso, sia di ammontare pari o superiore ai trenta milioni di euro.

2. Le questioni risolte ed i problemi ancora aperti

Come accennato, una tematica in passato fonte di molte contestazioni fra contribuente e fisco è stata quella relativa al regime di deducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti dalla società veicolo per realizzare l'acquisto delle partecipazioni nella società *target*.

In realtà, le contestazioni mosse in sede di verifica al riconoscimento fiscale delle deduzioni di questi oneri finanziari erano di varia natura.

Uno dei temi maggiormente discussi atteneva all'inerenza di questi interessi rispetto alla società *target* a seguito della fusione con la società veicolo; inerenza che taluni uffici contestavano sostenendo che tali oneri fossero estranei all'attività di tali imprese.

Un altro rilievo che veniva mosso riguardava viceversa il fatto che, al di là della realizzazione della fusione per incorporazione e pure assumendo l'inerenza di tali interessi, alla società veicolo dovesse comunque assegnarsi il ruolo di prestatore di un servizio in favore dell'investitore estero (fondo di *private equity* ovvero sua *holding* situata oltre confine) che aveva programmato e deciso l'investimento, sicché alla società veicolo si sarebbe dovuto imputare un provento quanto meno pari agli oneri finanziari posti a suo carico.

Altro rilievo, pur avanzato da taluni uffici, atteneva invece alla presunta natura elusiva dell'operazione nel suo complesso. In particolare, si contestava che *“l'unica finalità della struttura dell'operazione, se pur basata su strumenti leciti (fusione o consolidato fiscale), fosse quella di consentire la deduzione di interessi passivi e lo scomputo di perdite dal reddito della target diversamente non possibile”*.

La circolare n. 6/E supera definitivamente tutte queste obiezioni, sancendo la piena deducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti con soggetti terzi.

In particolare, l'Agenzia osserva che l'inerenza di questi oneri finanziari trova fondamento nel fatto che i prestiti contratti dalla SPV per l'acquisto di partecipazioni 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”*.

Né d'altra parte ha fondamento la tesi secondo cui la società veicolo svolgerebbe un servizio nei confronti dell'investitore estero tale da dover essere remunerato con

interessi attivi pari a quelli passivi sostenuti. A questo proposito, la circolare conferma l'abbandono delle passate pretese impositive fondate sull'asserito ruolo di prestatore del servizio svolto dalla società veicolo, specificando che 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 nella target company)”*².

Quanto, poi, alla presunta natura elusiva dell'operazione, l'Agenzia osserva che *“le operazioni di MLBO 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 aggiunge che *“di fatto, 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”*.

Per meglio comprendere, tuttavia, alcuni ulteriori timori che su questa tematica ancora permangono presso gli operatori del settore, occorre fermare l'attenzione su alcuni punti salienti espressi dall'Agenzia.

2.1. La deducibilità degli interessi passivi

In primo luogo, l'Agenzia – come accennato – riconosce l'inerenza degli interessi passivi, nel presupposto che essi derivino da un finanziamento *“funzionale”* all'acquisto.

Gli operatori del settore, tuttavia, avvertono che questo riferimento, pur opportuno, non esaurisce le finalità tipiche del finanziamento nell'ambito dell'operazione di *leveraged*

² Semmai una *“riqualificazione”* dell'operazione in termini di prestazione di servizio resa infragruppo e fondata sulla disciplina di *transfer pricing* di cui all'art. 110, comma 7, del TUIR potrebbe essere configurabile, secondo l'Amministrazione, in favore della società veicolo e ciò nell'ipotesi in cui *“i soggetti che hanno costituito la NewCo (o le strutture che controllano la stessa) abbiano raccolto le risorse all'esterno del gruppo mettendole, poi, a disposizione della SPV per consentirle di effettuare un'operazione di acquisizione con indebitamento”*. Tale conclusione, a detta dell'Agenzia, sarebbe coerente con le linee guida OCSE in tema di *transfer pricing* ed in base alle quali *“se una società madre raccoglie fondi per conto di un altro membro del gruppo il quale a sua volta li utilizza per acquisire una nuova società, si dovrebbe considerare la casa madre come fornitrice di un servizio al membro del gruppo”*. Cfr. *Oecd TP Guidelines* 2010, par. 7.10.

buy out. Per esempio, una variante non infrequente si verifica quando – per evitare che, in presenza di altri soci, la società veicolo che abbia acquisito il controllo della *target* perda tale posizione in sede di fusione nella *target* medesima³ – si strutturi l'operazione “a doppia *holding*”, cioè in modo tale da finanziare la società veicolo (*holding* di primo livello) interamente con apporti (*equity*) e, dopo la sua incorporazione nella *target*, prevedere che sia quest'ultima ad indebitarsi per restituire le riserve di sovrapprezzo e, quindi, parte dell'*equity* (oltre che, naturalmente, ai soci di minoranza) alla società veicolo di livello superiore (*holding* di secondo livello). Anche in questo caso la deducibilità degli interessi passivi dovrebbe essere considerata legittima: d'altronde, una volta riconosciuta come fiscalmente lecita, nei suoi tratti tipici, la fattispecie di acquisizione con indebitamento così come disciplinata dall'art. 2501-*bis* c.c. (fattispecie che si articola, di norma, attraverso la sequenza “indebitamento-acquisto-fusione-rimborso”) e rilevato espressamente che siffatte 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*” non dovrebbero esservi motivi ostativi al riconoscimento della piena liceità anche di questa particolare variante⁴.

Per completezza, osserviamo che il tema investe anche aspetti più generali, nel senso che – al di là della fattispecie in esame – ben può accadere che una società ricorra, ad esempio, all'indebitamento ove non abbia sufficiente liquidità per procedere alla distribuzione dei dividendi. Si sono, per la verità, manifestati dubbi, in passato, sull'inerenza degli oneri finanziari relativi a tale indebitamento sul presupposto che questo tipo di intervento societario non atterrebbe all'esercizio dell'impresa in senso “oggettivo”. Si tratta di una posizione che riteniamo in linea di principio da respingere, considerato che, fra i compiti istituzionali di una società commerciale direttamente riconducibili al rapporto associativo con i propri soci, vi è proprio quello dell’*“esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili”* (cfr. art. 2247 cod. civ.).

³ Situazione questa che si potrebbe verificare laddove nel patrimonio della società veicolo oggetto di fusione figurino, oltre alle partecipazioni della *target* anche l'indebitamento con le banche.

⁴ In definitiva, nella specifica ipotesi contemplata nel testo la sequenza è la medesima ma vi è un'inversione cronologica dell'indebitamento rispetto alla fusione che non incide sull'unitarietà della complessiva operazione: infatti, il finanziamento, sotto il profilo temporale, non precede l'acquisizione ma si colloca in un momento successivo al fine di preservare, come detto, il controllo societario ed evitare quindi che la partecipazione di maggioranza venga “diluita” in sede di fusione per incorporazione.

Ma in un'ottica ancora più generale, corre l'obbligo anche di ricordare che il tema dell'inerenza degli interessi passivi – soprattutto per quanto concerne i soggetti IRES e, in particolare, le società di capitali – coinvolge la portata applicativa dell'art. 96 del TUIR; disposizione questa sul cui contenuto precettivo molto si discute, dal momento che parte della dottrina e della giurisprudenza afferma, non senza fondamento, che il legislatore, con tale norma, avrebbe individuato un criterio legale e predeterminato di inerENZA degli interessi passivi relativi a indebitamenti contratti nell'esercizio di impresa, a prescindere da qualsiasi analisi di merito; mentre altra parte ritiene che il citato art. 96 avrebbe solo la funzione di individuare il *quantum* degli interessi deducibili, per i quali occorrerebbe comunque verificare, caso per caso e nel merito, l'inerenza⁵.

2.2. Il recupero delle eccedenze di perdite fiscali e degli interessi passivi indeducibili

Un altro aspetto importante attiene all'applicazione della disciplina antielusiva prevista dall'art. 172 del TUIR. L'Amministrazione finanziaria tiene a precisare che, in caso di fusione della società veicolo e della *target*, è in linea di principio possibile superare tanto il *test* di vitalità economica, quanto i limiti del patrimonio netto contenuti nella disciplina antielusiva di cui all'art. 172, comma 7, del TUIR; limiti che, com'è evidente, la società veicolo sarebbe, di norma, impossibilitata a superare perché neo-costituita.

In particolare, la società risultante dalla fusione o incorporante può legittimamente dedurre le eccedenze di perdite fiscali e di interessi passivi indeducibili allorché tali componenti negative *“siano esclusivamente quelle relative ai finanziamenti ottenuti dalla SPV per porre in essere un'operazione di acquisizione con indebitamento”*.

L'Agenzia osserva che, per quanto concerne la verifica dei limiti del patrimonio netto, *“i conferimenti iniziali a favore della società veicolo possano 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”*. La precisazione è opportuna anche se, per motivi logico-sistematici, essa dovrebbe essere intesa, a nostro avviso, in senso più ampio. Può infatti accadere che, nel citato arco temporale dei 24 mesi, il patrimonio netto sia comunque inferiore alle perdite accumulate dalla

⁵ Per approfondimenti sul tema rimandiamo alla nostra circolare n. 46 del 18 novembre 2009, par. 2.

società veicolo; ed anche in tale caso dovrebbe essere pur sempre consentito disapplicare la citata disciplina antielusiva in relazione all'intera perdita.

Sotto altro profilo, l'Agenzia conferma, comunque, la necessità di presentare apposita istanza di interpello disapplicativo⁶ ai fini del superamento della disciplina antielusiva di cui all'art. 172 del TUIR. Secondo taluni sarebbe stato opportuno escludere l'obbligatorietà dell'interpello nel caso in esame proprio a motivo delle precisazioni formulate nella circolare in commento; tuttavia, merita anche segnalare che l'obbligatorietà di questa tipologia di interpello è stata di molto "sfumata" alla luce del nuovo quadro normativo così come interpretato dall'Agenzia delle Entrate. Secondo tale orientamento interpretativo, infatti, l'obbligatorietà per il contribuente non si traduce nella necessità di proporre l'istanza di interpello, pena altrimenti l'impossibilità di disapplicare la disposizione che limita il riporto delle perdite (e degli interessi), ma semplicemente nell'applicazione di un'apposita sanzione in caso di inottemperanza a tale obbligo⁷. In particolare, come precisato nella circolare n. 9/E del 1° aprile 2016, la peculiarità delle istanze di interpello disapplicativo risiede *"nella imprescindibilità della segnalazione da parte del contribuente, mediante la presentazione di un'istanza di interpello, di trovarsi nella situazione descritta dalla norma di cui si chiede la disapplicazione (...), ma non dalla coerenza della risposta, circostanza che risulta pienamente coerente con la funzione, la natura e le regole istruttorie dell'interpello. La stessa disposizione dell'articolo 11, comma 2, che nella prima parte mutua integralmente le previsioni del vecchio comma 8 dell'articolo 37 bis del d.P.R. 600 del 1973, prevede ormai espressamente che la presentazione dell'istanza di interpello (in caso di risposta negativa) o la mancata presentazione (pur punita attraverso l'irrogazione di una sanzione "propria") non pregiudicano, in alcun caso, la possibilità per il contribuente di fornire la dimostrazione della spettanza della disapplicazione anche nelle successive fasi dell'accertamento amministrativo e del contenzioso"*.

2.3. Il superamento delle tesi riguardanti l'elusività dell'operazione

⁶ Come noto, già disciplinato dal previgente art. 37-bis, comma 8, del D.P.R. n. 600 del 1973 ed attualmente regolato, a decorrere dal 1° gennaio 2016, dall'art. 11, comma 2, della legge n. 212 del 2000 (c.d. Statuto dei diritti del contribuente).

⁷ Come abbiamo rilevato in precedenza (cfr. par. 1.2.), la mancata presentazione dell'istanza obbligatoria è punita con apposita sanzione amministrativa ricompresa tra 2.000 e 21.000 euro. Tale sanzione è raddoppiata qualora l'Amministrazione, in sede di accertamento, disconosca la spettanza della disapplicazione (cfr. comma 7-ter dell'art. 11 del D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471).

Quanto alla possibile natura elusiva delle operazioni di *(merger) leveraged buy out*, nell'escludere, come accennato, tale natura, l'Agenzia evidenzia che l'operazione potrebbe tuttavia presentare residuali profili di artificiosità nel caso in cui sia stata realizzata anche dai medesimi soggetti che controllavano la *target*.

Al riguardo, gli operatori del settore mettono in evidenza che molte volte è necessario mantenere nella compagine sociale i "vecchi" soci per garantire il corretto funzionamento della società acquisita e a volte, anzi, il fondo estero opera investimenti come socio di minoranza⁸. Sicché questi soci potrebbero conservare le proprie partecipazioni o essere inseriti nell'operazione di LBO. Ma in quest'ottica appare poco persuasivo che ad essi sia imputabile un'operazione abusiva volta ad "*immettere oneri finanziari*" nella società partecipata che provvede poi a restituire "dividendi". È un punto che meriterebbe senz'altro un approfondimento.

2.4. Trattamento fiscale degli interessi corrisposti a finanziatori terzi non residenti

L'Agenzia si è anche pronunciata sull'eventuale sostenibilità delle pretese impositive aventi ad oggetto la mancata applicazione delle ritenute alla fonte sugli interessi corrisposti a finanziatori terzi non residenti ed ha confermato la fondatezza delle passate contestazioni riguardanti l'imponibilità di tali interessi attivi ai sensi dell'art. 23, comma 1, lett. b, del TUIR e, conseguentemente, la loro assoggettabilità a ritenuta alla fonte a titolo di imposta secondo le modalità previste dall'art. 26, comma 5, del D.P.R. n. 600 del 1973.

Le conclusioni interpretative appaiono tuttavia mitigate, da un lato, dal riconoscimento, per le fattispecie poste in essere "*prima della pubblicazione della presente circolare*", dell'applicabilità delle obiettive condizioni di incertezza applicativa delle norme di cui all'art. 6, comma 2, del D.Lgs. n. 472 del 1997, che rileverebbero "*quale causa di non punibilità, ai fini sanzionatori, delle violazioni commesse*". Dall'altro lato, la sostenibilità delle pretese impositive è specificamente circoscritta, sotto il profilo temporale, agli interessi corrisposti anteriormente all'entrata in vigore del comma 5-*bis* dell'art. 26 del

⁸ È infatti abbastanza usuale – soprattutto in caso di investimenti in piccole o medie imprese – che sia lo stesso investitore istituzionale a richiedere la permanenza dell'originaria compagine sociale per garantire la stabilità aziendale e la continuità del processo di crescita produttiva dell'impresa già in atto.

D.P.R. n. 600 del 1973⁹, con il quale è stata esclusa l'applicazione della ritenuta sugli interessi e altri proventi derivanti da finanziamenti a medio e lungo termine erogati alle imprese italiane da finanziatori esteri "qualificati"¹⁰.

Vale a dire che, in relazione alla sostenibilità delle contestazioni (passate e future), gli uffici sono tenuti a verificare se la fattispecie di volta in volta esaminata rientri o meno nelle ipotesi escluse da imposizione ai sensi del citato comma 5-*bis*. Tale comma, in particolare, risponde ad una *ratio* agevolativa, in quanto il legislatore ha voluto "eliminare il rischio di doppia imposizione giuridica, che economicamente risulta traslato sul debitore, favorendo in ultima analisi l'accesso delle imprese italiane a costi competitivi anche a fonti di finanziamento estere"¹¹.

⁹ Introdotto dall'art. 22, comma 1, del D.L. 24 giugno 2014, n. 91 e successivamente più volte modificato (da ultimo, ad opera dell'art. 17 del D.L. 14 febbraio 2016 n. 18).

¹⁰ In sostanza, come chiarito nella circolare in commento, si tratta dei seguenti soggetti esteri: a) enti creditizi stabiliti nei Paesi UE ed individuati all'art. 2, par. 5, numeri da 4) a 23), della direttiva 2013/36/UE; b) imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati membri dell'UE; c) investitori istituzionali esteri, ancorché privi di soggettività tributaria, di cui all'art. 6, comma 1, lett. b), del D.Lgs. 1° aprile 1996, n. 239, soggetti a forme di vigilanza nei paesi esteri nei quali sono istituiti.

¹¹ Per completezza, rileviamo che le contestazioni mosse finora dall'Agenzia delle Entrate riguardavano due casi specifici e cioè l'ambito dei finanziamenti che rispondevano allo schema del c.d. *Italian Bank Lender Of Record* (IBLOR) opaco ovvero del c.d. *back to back*.

Quanto alla prima fattispecie, la circolare distingue tra IBLOR c.d. "trasparenti", relativamente ai quali il soggetto finanziato applica direttamente le ritenute alla fonte sulla quota di interessi di spettanza degli operatori esteri che hanno partecipato al rischio di credito insieme alla banca residente (o localizzata in Italia mediante stabile organizzazione; c.d. *bilateral lender*) che ha erogato il finanziamento e IBLOR "opachi", oggetto di contestazione, che si caratterizzano rispetto ai primi per il fatto che il finanziato "considera rilevante unicamente il rapporto con la banca residente e non applica alcuna ritenuta sugli interessi ad essa corrisposti". La contestazione dell'Amministrazione si appunta sull'omessa applicazione di ritenute alla fonte a titolo di imposta ex art. 26, comma 5, del D.P.R. n. 600 del 1973 nei confronti degli operatori esteri che hanno partecipato al rischio di credito (c.d. *credit support providers*) e che ricevono dalla banca residente i propri proventi sotto forma di interessi su depositi bancari (esclusi da imposizione ex art. 23, comma 1, lett. b, del TUIR) ovvero di commissioni di garanzia (esenti ai sensi dell'art. 26-*bis*, comma 1, del D.P.R. n. 600 del 1973), evitando qualsiasi prelievo in Italia.

Quanto alla seconda fattispecie, i finanziamenti c.d. *back to back* sarebbero quelli erogati da società non localizzate in Italia e "consociate" della *NewCo* (e/o della società risultante dalla fusione tra quest'ultima e la *target*) e che beneficerebbero della disciplina contenuta nella Direttiva 2003/49/CE del Consiglio dell'Unione Europea del 3 giugno 2003 (cd. *Direttiva Interessi e Canoni*).

2.5. Il trattamento fiscale dei finanziamenti erogati dai soci esteri

L'Agenzia sostiene che i finanziamenti provenienti da soci esteri (c.d. *shareholder loan*) possono essere "riqualificati", in alcuni casi, come apporti di capitale in base alle Linee Guida dell'Ocse del 22 luglio 2010 (par. 1.64 -1.67).

Gli elementi sintomatici che giustificerebbero tale "equiparazione" sarebbero, in particolare, verificabili sulla base delle clausole contrattuali del cd. *financial package*, documento che comprende "tutti i contratti di finanziamento sottoscritti dalla mutuataria, dalla sua controllante o dalle sue controllate con i terzi finanziatori (compreso il cd. *intercreditor agreement*)" nonché dei documenti programmatici ed esecutivi "che delineano la complessiva operazione dal punto di vista economico, finanziario o legale (ad es. il cd. *structure memorandum*)".

In particolare, tali elementi potrebbero essere ricavati dalle clausole contrattuali riguardanti il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi che sia postergato rispetto "al rimborso integrale del capitale ed al pagamento integrale degli interessi dovuti ai terzi finanziatori" ovvero che sottopongano il pagamento degli interessi ed i rimborsi di capitale alle "medesime restrizioni" previste per "i dividendi e le riduzioni del capitale e delle riserve di capitale" nonché, nell'ambito degli indici finanziari definiti nei c.d. *financial covenants* – "che definiscono le condizioni di default" – qualora non siano ricompresi "nella definizione di debito ed in quella di interessi il debito per finanziamento soci e gli interessi per finanziamento soci".

Secondo gli operatori, viceversa, non vi sarebbe motivo di dubitare della genuina natura di finanziamento anche dello *shareholder loan*, perché si tratterebbe pur sempre di finanziamenti (e non di *equity*), caratterizzati però da un maggior rischio rispetto ai finanziamenti *senior* erogati dalle banche (e proprio per tale motivo rimborsati per ultimi) e, dunque, erogati ad un tasso di interesse più alto (perché più rischiosi), ma pur sempre distinguibili dall'apporto in senso stretto (cioè dall'*equity*); apporto che viene remunerato con i proventi dell'operazione (attraverso, cioè, i dividendi), di dimensioni ben più ampie degli ordinari interessi imputabili ai finanziamenti ¹².

¹² Le critiche mosse dagli operatori alle indicazioni dell'Agenzia sono di varia natura. Da un lato si evidenzia che, al di là del richiamo ai paragrafi 1.64 e ss. delle Linee Guida OCSE, sarebbe ormai forse più opportuno fare riferimento alle *Actions* 8-10 del progetto BEPS e, precisamente, alla Sezione D2 del Capitolo 1 delle citate *Actions* 8-10, par. 1.119 e ss., che limitano la possibilità di riqualificare determinate operazioni ad ipotesi del tutto eccezionali. Dall'altro lato, vi sarebbe un fraintendimento della reale

L'Agenzia delle Entrate, comunque, esclude l'applicazione delle sanzioni in relazione alle fattispecie poste in essere prima della pubblicazione della circolare, in ragione delle obiettive condizioni di incertezza applicativa delle norme (ex art. 6, comma 2, del D.Lgs. n. 472 del 1997) mentre precisa che l'eventuale riqualificazione degli interessi passivi come dividendi determina la necessità di applicare la disciplina per i dividendi in uscita nelle fattispecie in cui è prevista e di rideterminare l'agevolazione ACE.

2.6. Il regime fiscale delle commissioni

L'Amministrazione finanziaria, inoltre, sofferma la propria attenzione anche sul trattamento fiscale delle commissioni addebitate da parte del gestore del fondo o di entità a lui riconducibili alla società *target* o alla società veicolo per i servizi ad esse resi. A questo proposito, l'Agenzia delle Entrate richiama l'attenzione degli uffici sulla necessità di indagare sulla corretta natura delle *fee* che di volta in volta vengono in rilievo: infatti, la *private equity firm*, intesa sia come gestore del fondo che come *manager* (e cioè, come entità ad esso riconducibile delegata alla gestione del fondo) riceve diverse tipologie di *fee*.

Viste le peculiarità che caratterizzano il *modus operandi* dei fondi di *private equity* e le diverse forme di remunerazione in astratto realizzabili, l'Agenzia specifica che *“la remunerazione che le private equity firm ottengono per le attività di gestione dei relativi investimenti, sulla base della comune prassi commerciale, consta di una componente fissa (le cd. management fee addebitate al fondo e le cd. other fee addebitate alle portfolio company), finalizzata a remunerare l'attività di gestione a prescindere dai risultati ottenuti, e da una componente variabile (il c.d. carried interest), finalizzata a*

sostanza economica di queste operazioni, nell'ambito delle quali è abbastanza consueto utilizzare una pluralità di fonti di reperimento di risorse finanziarie (finanziatori terzi; fondi di investimento; finanziatori soci, ecc.) per “modulare” nel miglior modo possibile l'impiego dei mezzi finanziari ottenuti, anche operando una serie di scelte – com'è pienamente legittimo nell'ambito dell'autonomia imprenditoriale – tra l'impiego di capitale di rischio e di debito. Questa varietà di fonti di finanziamento inciderebbe, ovviamente, sulla struttura degli accordi contrattuali che interessano l'investimento: in particolare, il c.d. *financial package* è, per sua natura, un documento predisposto nell'interesse e a beneficio dei finanziatori esteri (banche o altri investitori istituzionali) al fine di rappresentare nel miglior modo possibile le potenzialità dell'investimento. Anzi, di norma, sono i finanziatori terzi ad imporre tali clausole al fine di garantire il finanziamento c.d. *senior* da loro erogato attraverso la subordinazione della posizione dello *shareholder loan*. Da tale documento, quindi, non sarebbe evincibile alcun elemento oggettivo circa uno “scollamento” tra forma giuridica e sostanza economica dell'operazione che possa legittimare la riqualificazione dello *shareholder loan* come “contributo in conto capitale” e gli interessi attivi corrisposti “quali dividendi”.

remunerare la performance delle singole operazioni di investimento o del complesso dell'attività di gestione del fondo".

Particolare attenzione, secondo l'Agenzia, merita la componente fissa di tali commissioni in quanto, di norma, sussiste uno stretto collegamento tra *management fee* e *other fee* derivante "dal peculiare meccanismo di compensazione dei relativi importi": è infatti specificato come, di solito, "le somme corrisposte dalle portfolio company in relazione a una o tutte le other fee siano scomutate in misura totale o parziale dall'importo complessivo delle management fee dovute dal fondo" di modo che "in sostanza, una parte delle management fee dovute dal fondo viene prelevata direttamente dalle portfolio company". Il più delle volte questo meccanismo "compensativo" non permette di distinguere "la causa dei diversi addebiti"; ne consegue che, per verificare la corretta quantificazione e ripartizione delle commissioni addebitate e valutarne la relativa inerenza al reddito di impresa occorre procedere case by case sulla base delle "specifiche informazioni relative al caso concreto", nonché delle eventuali "clausole/condizioni contrattuali"¹³.

¹³ Per completezza, rileviamo che l'Agenzia si è anche espressa in merito all'esclusione del diritto di detrazione IVA relativa al costo del servizio addebitato per carenza dei requisiti soggettivi e/o oggettivi propri di questo specifico tributo (come delineati dalla direttiva n. 2006/112/CE del 28 novembre 2006 nonché dal D.P.R. n. 633 del 1972).

In particolare, quanto al requisito oggettivo, l'Agenzia ha evidenziato che l'imposta addebitata alla *portfolio company* non può essere detratta qualora emerga "che taluna delle other fee sia riferibile ad un servizio reso dalla private equity firm nell'interesse esclusivo del fondo e dei relativi investitori (committenti effettivi), e non nei confronti della portfolio company cui formalmente viene imputata la commissione medesima". L'esclusione della detrazione deriverebbe in tal caso dalla mancanza di quel "nesso diretto e immediato, che deve sussistere fra un'operazione a monte e le operazioni a valle".

Quanto al profilo soggettivo, l'Agenzia delle Entrate, richiamando la normativa europea e la giurisprudenza della Corte di Giustizia UE, ha evidenziato come, ai fini del riconoscimento della soggettività passiva IVA, l'art. 9 della direttiva n. 112 del 2006 richiede lo svolgimento di un'attività commerciale, mentre non integra lo svolgimento di un'attività economica "la mera detenzione di una partecipazione societaria, senza il compimento di operazioni ulteriori e soggette ad IVA". Ne consegue, secondo l'Amministrazione, che il diritto di detrazione dell'IVA gravante sulle *other fee* non può essere riconosciuto né alla società veicolo né alla società incorporante o risultante dalla fusione allorché la società veicolo eserciti "quale attività la sola detenzione di partecipazioni, senza interferire in alcun modo nella gestione delle società controllate".

Taluni contestano questa conclusione, rilevando che la detraibilità dell'IVA dovrebbe essere riconosciuta in relazione a tutti gli acquisti che rappresentano operazioni di natura "preparatoria" rispetto alla fusione per incorporazione con la *target*. Nel caso in cui, invece, l'operazione di (merger) leveraged buy out non si concluda con la fusione della società veicolo e della *target* si potrebbe verificare di volta in volta se la *holding* sia di "mera detenzione" – nel qual caso la detrazione dovrebbe essere preclusa – o di "gestione", nel senso che svolga prestazioni di servizi alle partecipate verso corrispettivo configurabili come operazioni IVA rilevanti, con conseguente riconoscimento del diritto di detrazione.

Secondo l’Agenzia delle Entrate, ad esito di tale controllo, potrebbe concretizzarsi il rischio di contestazioni afferenti:

- a) il disconoscimento integrale del costo per difetto di inerenza ai sensi dell’art. 109, comma 5, del TUIR, allorché “*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*”;
- b) la congruità del corrispettivo addebitato dalle entità non residenti riferibili alla *private equity firm*, da risolvere secondo i canoni della disciplina di *transfer pricing* di cui all’art. 110, comma 7, del TUIR, nel caso in cui il costo addebitato alla *portfolio company* sia effettivamente riferibile “*ad una prestazione effettuata nell’interesse di quest’ultima*”, dato il controllo di fatto, ex art. 2359 comma 1 n. 3 c.c., che la *private equity firm* esercita nei confronti delle *portfolio company*.

2.7. Il tema della tassazione dei proventi conseguiti a seguito dell’“exit” dall’investimento

È questo il tema più delicato su cui si sono appuntate, come accennato, le maggiori discussioni di fondo.

Il trattamento fiscale dei rendimenti finali che gli investitori esteri ritraggono dall’operazione realizzata con società *target* residenti in Italia, coinvolge tematiche di fondo e particolarmente complesse.

I rendimenti conseguiti dai fondi di *private equity* consistono principalmente nei *capital gains* ottenuti in sede di *exit*, a seguito cioè della dismissione dell’investimento attraverso il trasferimento della società risultante dalla fusione. In particolare, secondo la ricostruzione che ne fa l’Agenzia, è possibile distinguere due tipologie di rendimento:

- a) *gain* realizzato dalla società veicolo collocata in Italia. Si tratta del caso in cui l’operazione preveda la costituzione di due società veicolo residenti (la prima di livello inferiore controllata dall’altra) e la successiva fusione per incorporazione della prima società veicolo con la *target*. La seconda società veicolo – non interessata dalla fusione perché di livello superiore – erogherà all’investitore estero, sotto forma di distribuzione di dividendi, il “*gain*” ottenuto dalla cessione

delle partecipazioni nella *target* (in cui risulta incorporata la società veicolo di primo livello);

- b) *gain* realizzato direttamente all'estero dalla *holding* intermedia (di norma, localizzata in Stati che garantiscono discipline fiscali di favore, di origine comunitaria e/o convenzionale). In questa ipotesi, dopo la fusione in Italia dell'(unica) società veicolo con la *target*, la *holding* intermedia dismetterà essa stessa le partecipazioni realizzando una plusvalenza di sua diretta pertinenza.

Sul punto, l'Agenzia delle Entrate, dopo aver precisato che, in via generale, la verifica del regime fiscale di volta in volta applicabile debba "essere operata con riferimento a ciascuna tipologia di reddito finanziario" conseguita, tenendo conto "della circostanza che il reddito in questione sia costituito da interessi, dividendi o plusvalenze da cessione di partecipazioni nelle società intermedie o nella società target", specifica che il ruolo dei veicoli intermedi nella fase di dismissione dell'investimento deve essere oggetto di particolare attenzione in quanto può in concreto determinare la mancata imposizione del profitto attraverso il combinato utilizzo "di disposizioni di origine comunitaria e/o convenzionale (ad es. il regime di 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)".

Quindi, l'Amministrazione conferma la necessità, di volta in volta, di "verificare che le entità intermedie, utilizzate dai fondi di private equity (e da cui scaturiscono i benefici fiscali), siano caratterizzate da un radicamento effettivo nel tessuto economico del Paese di insediamento (ad es. HoldCo) ovvero che non fungano da mere "conduit" con riferimento alla singola transazione, non svolgendo una reale e genuina attività economica". In particolare, il veicolo intermedio dovrebbe essere qualificato come entità "priva di sostanza economica":

- i. nell'ipotesi in cui sia configurabile come "costruzione di puro artificio" e cioè come entità intermedia a struttura organizzativa "leggera", mancante di risorse in termini di personale, capitali e locali ed essendo priva di autonomia gestionale, ovvero
- ii. nel caso in cui il veicolo "abbia posto in essere una operazione conduit tramite cui il fondo stesso evita il regime ordinario di tassazione". In questa ipotesi, quindi, la struttura organizzativa sarebbe "genuina" ma

assumerebbe il ruolo di “*struttura finanziaria passante, con riguardo alla specifica operazione*”, ponendo in essere un’operazione c.d. *conduit*, caratterizzata dalla coincidenza tra fonti e impieghi dell’investimento derivanti da “*condizioni contrattuali ed economiche 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 entrambi i casi, “*in mancanza di ragioni extra fiscali non marginali*”, i benefici fiscali relativi ai proventi da *exit* dovrebbero essere disconosciuti e questa possibilità si verificherebbe – almeno nell’ipotesi in cui il fondo sia localizzato in un Paese c.d. “non collaborativo” – “*sulla base delle disposizioni antielusive, specifiche o generali, previste dall’ordinamento nazionale, comunitario o convenzionale*”. In particolare, sarebbe possibile invocare:

- per i dividendi in uscita, la norma antielusiva specifica di cui al comma 5 dell’art. 27-*bis* del D.P.R. n. 600 del 1973, da cui conseguirebbe l’applicazione delle ritenute previste in misura piena dall’art. 27 del D.P.R. n. 600 del 1973 in luogo dell’esenzione derivante dal recepimento della direttiva comunitaria 90/435/CEE, rifiuta nella direttiva 2011/96/UE (c.d. direttiva madre-figlia) ¹⁴;
- per le plusvalenze, la disposizione antielusiva generale contenuta nell’art 10-*bis* della legge n. 212 del 2000 (o nell’art. 37-*bis* del d.P.R. n. 600 del 1973, applicabile *ratione temporis*), nonché la disposizione relativa all’interposizione fittizia di cui all’art. 37, comma 3, del D.P.R. n. 600 del

¹⁴ In realtà, per il disconoscimento del trattamento fiscale di favore dei dividendi diversi da quelli che rientrano nell’ambito applicativo della direttiva c.d. madre-figlia, l’Agenzia delle Entrate sarà tenuta ad effettuare una sorta di “doppio passaggio”. Mentre, infatti, l’applicazione della direttiva madre-figlia, così come recepita nel nostro ordinamento, subordina l’operatività del regime di favore all’assolvimento dell’onere della prova da parte del contribuente in ordine alla dimostrazione “*di non detenere la partecipazione allo scopo esclusivo o principale di beneficiare del regime in esame*” (cfr. art. 27-*bis*, comma 5, del D.P.R. n. 600 del 1973), gli altri regimi di favore previsti per i dividendi – sia le discipline previste dalle convenzioni internazionali che il regime della c.d. euro-ritenuta prevista dall’art. 27, comma 3-*ter*, del D.P.R. n. 600 del 1973 – possono essere disconosciuti solo ricorrendo alla disposizione antielusiva generale attualmente contenuta nell’art 10-*bis* della legge n. 212 del 2000. Ne consegue che, in queste ipotesi, 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.

1973¹⁵, con relativa tassazione delle plusvalenze secondo quanto previsto dall'art. 23, comma 1, lett. f, del TUIR.

Infine, “*stante in linea generale la natura di entità fiscalmente trasparenti dei veicoli di investimento collettivo (rectius, dei fondi)*”, l’Agenzia ritiene in via di principio possibile adottare un approccio c.d. *look through*, che consideri “trasparente” il veicolo e giunga – risalendo a monte della catena partecipativa – all’individuazione degli investitori esteri “finali”, i quali potrebbero invocare direttamente i benefici fiscali in base alla legislazione dello Stato in cui sono localizzati ed al ricorrere delle specifiche condizioni previste dalle disposizioni comunitarie e/o convenzionali di volta in volta applicabili.

Come già accennato, le conclusioni cui giunge l’Amministrazione hanno destato non poche preoccupazioni nel settore dei fondi di *private equity*, perché incidono negativamente sulle esigenze di certezza e stabilità giuridica che sono alla base della scelta di investire o meno in Italia.

Tra le contestazioni mosse merita segnalare quella concernente la “sostanza economica” di tali strutture: il ruolo della *holding* – tanto nazionale che estera – in tali

¹⁵ Il riferimento all'art. 37, comma 3, del D.P.R. n. 600 del 1973 desta qualche perplessità. Se si è inteso ipotizzare la riconducibilità della fattispecie all'interposizione fittizia cui letteralmente fa riferimento tale comma, si potrebbero rendere applicabili al caso di specie anche le sanzioni penali e questo ulteriore effetto può incidere non poco sulle esigenze di certezza e stabilità di cui hanno bisogno tali strutture per investire in Italia. È ben vero che recenti sentenze della Corte di Cassazione sono pervenute alla conclusione che, nell'ambito del citato comma 3 dell'art. 37, possano essere ricondotte, in via estensiva, anche ipotesi di interposizione reale. In particolare, la Suprema Corte ha osservato che “*il fenomeno della simulazione relativa (nell'ambito del quale può ricomprendersi la interposizione personale fittizia) non esaurisce il campo di applicazione della norma, ben potendo attuarsi lo scopo elusivo mediante operazioni effettive e reali, nelle quali difetta del tutto l'elemento caratteristico dei negozi simulati costituito dalla divergenza tra la dichiarazione esterna e la effettiva volontà dei contraenti o meglio dalla relazione funzionale, integrante la causa unitaria, che intercorre tra il negozio apparentemente stipulato (simulato) e quello effettivamente concluso dalle parti (dissimulato)*”. Cfr. Cass. n. 12788 del 10 giugno 2011, n. 449 del 10 gennaio 2013, n. 25671 del 15 novembre 2013, n. 21794 del 2014; n. 21952 del 28 ottobre 2015; n. 43809 del 30 ottobre 2015.

È probabile, quindi, che anche l’Agenzia nella circolare in commento abbia inteso far riferimento alla disposizione in esame nell’ottica “antielusiva” richiamata dalla Cassazione. Riteniamo, tuttavia, che queste pronunce della Suprema Corte debbano considerarsi superate a seguito dell’introduzione del nuovo art. 10-*bis* dello Statuto del contribuente, nel senso che le operazioni elusive dovrebbero ritenersi disciplinate, in via generale, da tale articolo e che, di conseguenza, la portata applicativa dell’art. 37, comma 3, del D.P.R. n. 600 del 1973 debba più correttamente essere limitata all’interposizione fittizia in senso proprio. In quest’ottica, si tratta di una disposizione che non dovrebbe riguardare il caso di specie. Comunque, di questa tematica ci occuperemo più diffusamente in una circolare di prossima pubblicazione dedicata alla nuova disciplina antiabuso del citato art. 10-*bis*.

operazioni risponderebbe, secondo gli operatori, quasi sempre a “*ragioni extra fiscali non marginali*” quali, a titolo di esempio, la necessità di segregare i rischi dell’operazione, la possibilità di coinvolgere nell’investimento una pluralità di investitori, la migliore collocazione delle obbligazioni di garanzia a beneficio anche dei finanziatori istituzionali. D’altronde, le *holding* intermedie, per natura, sarebbero strutture “leggere”, caratterizzate dalla riservatezza in merito ai dati identificativi dei partecipanti, limitato capitale sociale ed esiguo personale specializzato nella gestione degli investimenti; e queste caratteristiche, tuttavia, non le renderebbero “prive di sostanza economica” ma funzionali al tipo di *business* per il quale vengono create ¹⁶.

Anche, poi, per quanto concerne la potenziale artificiosità del veicolo quale mera struttura finanziaria “passante” nell’ambito della singola operazione – e non in relazione all’attività nel suo complesso – viene fatto rilevare come sia del tutto fisiologico che la *holding* – sia nazionale che 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.

Ma al di là di questo aspetto, l’obiezione principale mossa dagli operatori del settore attiene alla possibilità di disconoscere il trattamento fiscale dei proventi del fondo di *private equity* – cui fanno capo le *holding* e, a seguire, le altre società veicolo che attuano l’investimento – che sia situato in uno Stato c.d. “collaborativo”. Si evidenzia, infatti, che il disconoscimento in capo a tali fondi dei vantaggi fiscali conseguiti in termini di esenzione e/o minor tassazione dei dividendi e dei *capital gains* – vantaggi che, invece, sono riconosciuti, per diritto interno, ai fondi nazionali – determinerebbe disparità di trattamento censurabili sotto il profilo della libertà di circolazione dei capitali, come emerge anche da talune pronunce della Corte di Giustizia dell’Unione europea ¹⁷.

¹⁶ A questo proposito, peraltro, gli operatori richiamano anche la circolare n. 32/E dell’8 luglio 2011, ove l’Agenzia delle Entrate aveva espressamente rilevato che “*la valutazione del carattere “inerte” e, quindi, potenzialmente artificioso di una società stabilita in un determinato Stato membro va condotta con particolare cautela nel caso delle società finanziarie di partecipazione (holding)*” in quanto 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*”.

¹⁷ Cfr. Corte di Giustizia UE, sentenza del 10 maggio 2012, cause riunite da C-338/11 a C-347/11, ove è stato rilevato il contrasto con la libertà di circolazione di capitali “*allorché uno Stato membro sceglie di esercitare la propria potestà impositiva sui dividendi versati da società residenti in funzione unicamente del luogo di residenza degli OICVM beneficiari*” con la precisazione che, relativamente al caso specifico che

Per la verità, anche nella circolare n. 6/E l'Agenzia, dopo aver stigmatizzato la fattispecie della *holding* c.d. "non genuina", ferma poi l'attenzione proprio sui fondi insediati in Paesi non collaborativi, laddove afferma la possibilità di disconoscere i vantaggi fiscali dei proventi da *exit* nell'ipotesi in cui sia *"dimostrato che un fondo estero, localizzato in un paese non collaborativo, abbia costituito in uno Stato UE HoldCo e che questa entità sia una costruzione di puro artificio o che abbia posto in essere una operazione conduit tramite cui il fondo stesso evita il regime ordinario di tassazione"*. In altri termini, 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 si sia in presenza di fondi situati in Paesi non collaborativi.

Il punto, tuttavia, non è molto chiaro: si tratta, infatti, di due tematiche – quella della "genuinità" della *holding* utilizzata come strumento per attuare l'investimento e quella degli strumenti giuridici che consentono al fisco di ottenere informazioni più precise sulla natura del fondo e dei suoi partecipanti – che non sono necessariamente coincidenti.

riguardava la normativa francese, *"la situazione fiscale dei titolari di quote di detti organismi sarà priva di pertinenza al fine di valutare il carattere discriminatorio o meno di tale normativa"*.

Nella sentenza 10 aprile 2014, causa C-190/12, punto 42, relativamente alla normativa vigente in Polonia, la Corte di Giustizia ha inoltre affermato che una differenza di trattamento fiscale dei dividendi tra i fondi di investimento residenti ed i fondi di investimento non residenti *"è tale da dissuadere, da un lato, i fondi di investimento stabiliti in un paese terzo dall'assunzione di partecipazioni in società stabilite in Polonia e, dall'altro, gli investitori residenti in tale Stato membro dall'acquisizione di quote in fondi di investimento non residenti"*. Secondo la Corte, infatti, *"i fondi di investimento non residenti si trovano in una situazione oggettivamente comparabile a quella dei fondi la cui sede si trovi sul territorio polacco"*, a nulla rilevando *"la circostanza che i fondi di investimento non residenti esulino dal quadro normativo uniforme dell'Unione, istituito con la direttiva OICVM, che disciplina le modalità della creazione e del funzionamento dei fondi di investimento in seno all'Unione, quale trasposta nel diritto nazionale dalla legge polacca, relativa ai fondi di investimento"* perché tale normativa *"non può, di per sé, essere sufficiente per dimostrare la diversità di situazioni di detti fondi"*. I giudici europei hanno altresì escluso che la restrizione potesse essere giustificata da motivi imperativi di interesse generale, in particolare dalla necessità di garantire l'efficacia dei controlli fiscali, perché tale esigenza sarebbe configurabile solo *"qualora la normativa di uno Stato membro subordini il beneficio di un vantaggio fiscale al rispetto di requisiti la cui osservanza possa essere verificata unicamente ottenendo informazioni dalle competenti autorità di uno Stato terzo e qualora, in considerazione dell'assenza di un obbligo convenzionale, a carico di detto Stato terzo, di fornire informazioni, risulti impossibile ottenere chiarimenti dal medesimo"*; tale eventualità non si potrebbe verificare, invece, in un contesto normativo di reciproca assistenza amministrativa, laddove sussistano meccanismi di cooperazione disciplinati da apposite convenzioni contro le doppie imposizioni nonché *"dall'articolo 4 della convenzione elaborata dall'organismo di cooperazione e di sviluppo economico (OCSE) e il Consiglio d'Europa, firmata a Strasburgo il 25 gennaio 1988, riguardante la reciproca assistenza in materia fiscale"*.

Pur apprezzando, dunque, il notevole sforzo interpretativo compiuto dall'Agenzia delle Entrate nel tentare di delineare un trattamento impositivo dei proventi da *exit* differenziato in ragione delle singole fattispecie in concreto verificabili, è evidente che la complessità della materia merita ulteriori riflessioni.

Quello che possiamo osservare è che, da un lato, l'analisi della natura *conduit* o meno di una *holding* è compito tutt'altro che semplice. A questo proposito, ci limitiamo a ricordare che, dai documenti OCSE e dal dibattito che si è sviluppato sul tema, emerge in modo chiaro come le *holding companies* svolgano legittimamente funzioni economiche importanti nel *business* internazionale. Più in generale, in un'economia globalizzata, le *holding* possono essere legittimamente utilizzate dalle imprese multinazionali 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; possono agevolare il processo di quotazione sui mercati regolamentati o la costituzione di *joint venture* societarie con gli Stati interessati ad attrarre investimenti esteri in *partnership*; possono, eventualmente, svolgere anche attività non direttamente collegate alla loro primaria funzione di detenzione di partecipazioni qualificate, tra cui la fornitura di servizi infragruppo, le attività di tesoreria e la gestione dei beni immateriali del gruppo ¹⁸.

Anche il concetto di "beneficiario effettivo", per quanto riguarda i dividendi conseguiti da una *holding*, presenta una sua peculiarità rispetto alle fattispecie degli interessi e delle *royalties*: infatti, tale natura può essere disconosciuta alla *holding* solo laddove siano astrattamente concepibili obbligazioni – di natura legale o contrattuale – che impongano a quest'ultima di redistribuire *back to back* i proventi ad altri soggetti (ipotesi che può accadere in relazione ai flussi di interessi e *royalties* e che, per i dividendi, tipicamente si verifica nel contesto di costruzioni artificiose come, ad esempio, nell'ambito delle fattispecie di *dividend washing*) e, cioè, nei casi in cui la *holding* svolga la chiara funzione di soggetto interposto. Tale eventualità, per contro,

¹⁸ In sede OCSE, l'eventuale utilizzo *harmful* delle *holding* è stato oggetto di specifico esame da parte del *Committee on Fiscal Affairs* nel Capitolo VI della *Consolidated Application Note* pubblicata nel 2004, unitamente al *The Oecd's Project on harmful tax practices: the 2004 Progress Report*. L'*Application Note* ha concluso il suo esame chiarendo che il problema di un eventuale utilizzo *harmful* delle *holding* potrebbe sorgere soltanto nella misura (e nei limiti) in cui i benefici di affiliazione (compresa l'esenzione dalle ritenute) fossero estesi ad altri elementi reddituali, quali ad esempio gli interessi e le *royalty*, ma non per i redditi che (come i dividendi o i *capital gain*) possono effettivamente subire, anche attraverso le relative ritenute alla fonte, plurime tassazioni lungo la catena e compromettere gli investimenti esteri e la crescita economica.

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 da un rapporto sinallagmatico. In altri termini, in tali casi, di norma, alla *holding* non può essere disconosciuta la disponibilità giuridica ed economica dei flussi di dividendi percepiti e che fluiscono lungo la catena partecipativa ai propri soci in forza di rapporti di natura associativa¹⁹; con l'ulteriore conseguenza

¹⁹ In effetti, il tema del "beneficiario effettivo" in materia di dividendi ha una propria specificità – anche nelle convenzioni contro le doppie imposizioni – e si atteggia in modo diverso rispetto alle ipotesi in cui si sia in presenza di altre tipologie di flussi (interessi o *royalty*) e ciò emerge chiaramente anche dalle recenti discussioni che hanno preceduto la nuova versione del Commentario OCSE al Modello di convenzione contro le doppie imposizioni, versione 2014. Ricordiamo, al riguardo, che la nozione convenzionale di *beneficial owner* fu introdotta nel Modello di Convenzione OCSE del 1977 per prevenire l'interposizione di un soggetto terzo tra il beneficiario finale del reddito e il debitore. Fu allora specificato che i benefici convenzionali non potevano trovare applicazione quando il destinatario dei flussi reddituali fosse un agente, un intermediario o un semplice *administrator*. Successivamente, il concetto si è evoluto e nel documento OCSE "*Double Taxation Conventions and Use of Conduit Companies*" del 1987 fu precisato che una *conduit company* non potesse essere considerata beneficiario effettivo quando, pur avendo, la proprietà formale dei beni, i suoi poteri effettivi fossero limitati e non fosse assoggettata ad imposta sui redditi nel Paese in cui era localizzata.

Le modifiche al Commentario OCSE, rispettivamente, del 1999 e del 2003, hanno preferito una nozione "semplificatoria", secondo la quale il beneficiario effettivo sarebbe da individuare nel soggetto a cui è imputato il reddito secondo il diritto interno dello Stato contraente (Commentario del 1999) ovvero nel soggetto che, in base alla legislazione del proprio Stato, è considerato – rispetto a quel particolare reddito – soggetto passivo d'imposta (Commentario del 2003): ed è a questa nozione che ha fatto riferimento la stessa Agenzia delle Entrate nella circolare n. 47/E del 2 novembre 2005 (concernente il regime fiscale applicabile ai pagamenti di interessi e canoni fra società consociate di Stati membri diversi), peraltro, mai revocata.

A seguito del documento lanciato in pubblica consultazione nel 2011 ("*2011 OECD discussion draft on the meaning of beneficial owner*") erano state avanzate delle proposte di modifica per chiarire che, per poter essere considerato beneficiario effettivo dei dividendi, il percettore avrebbe dovuto avere "*the full right to use and enjoy the dividend*" (par. 12.4), ossia il potere di usarne e disporne in maniera piena e assoluta, senza essere tenuto al trasferimento del provento ad altro soggetto in base ad obbligazioni contrattuali o legali, desumibili anche in via di fatto.

L'impostazione proposta dal *Draft* del 2011 fu attenuata nel successivo documento di consultazione pubblica ("*2012 OECD revised discussion draft on the meaning of beneficial owner*") al quale fanno riferimento le attuali modifiche apportate al Commentario al Modello di convenzione contro le doppie imposizioni, edizione 2014. In base al testo vigente, infatti, può essere negata la qualifica di beneficiario effettivo dei dividendi, quando "*the recipient's right to use and enjoy – e non più, come nel draft del 2011, "the full right to use and enjoy" – the dividend is constrained by a contractual or legal obligation to pass on the payment received to another person. Such an obligation will normally derive from relevant legal documents but may also be found to exist on the basis of facts and circumstances showing that, in substance, the recipient clearly does not the right to use and enjoy the interest unconstrained by a contractual or legal obligation to pass on the payment received to another person*".

Quindi, non è necessario che il diritto ad utilizzare e godere del reddito sia pieno e assoluto: espressione che molti commentatori ritenevano fonte di eccessiva incertezza e soggettività per l'interpretazione del

che, in simili ipotesi, non sembrano sussistere problemi di individuazione del “beneficiario effettivo” dei dividendi²⁰.

Il problema di fondo, nel caso di specie, nasce piuttosto dal “binomio” fondo/*holding*, dal fatto cioè che le *holding*, come veicolo di gestione dell’investimento e di incasso dei relativi proventi, venga utilizzato come *longa manus* da un socio particolare e, cioè, dal fondo di *private equity*. In quest’ottica, le preoccupazioni dell’Agenzia delle Entrate riflettono un dibattito che è già in atto a livello internazionale (cfr. il documento pubblico di discussione dell’OCSE, *Treaty Entitlement of non-civ funds*, pubblicato il 24 marzo

concetto di *beneficial owner*, paventando il pericolo che essa potesse essere utilizzata per negare i benefici convenzionali in una fitta serie di situazioni assolutamente legittime, tra cui – *inter alias* – gli accordi di *joint venture* che richiedono la distribuzione dei dividendi, l’utilizzo di *special purpose vehicle* nelle cartolarizzazioni, nonché, in particolare, l’utilizzo di *holding companies*, etc. In base a questi commenti, lo *working party* riconobbe che era necessario rivedere il testo del par.12.4, proposto in consultazione, per meglio identificare la natura delle obbligazioni in presenza delle quali sarebbe stato consentito negare la qualità di *beneficial owner* dei dividendi, chiarendo che le predette obbligazioni devono riguardare i dividendi ricevuti e che sono quindi escluse le obbligazioni legali o contrattuali ad essi non correlate, anche se il percettore utilizza le risorse per soddisfare queste obbligazioni. Ed, in effetti, il testo attuale del par. 12.4 del Commentario, all’art. 10 (versione 2014) precisa che “*This type of obligation not include contractual or legal obligations that are not dependent on the receipt of payment by the direct recipient such as an obligation that is not dependent on the receipt of the payment and which the direct recipient as a debtor or as a party to financial transactions or typical distribution obligations of pension schemes and of collective investment vehicles entitled to treaty benefits under the principles of paragraphs 6.8 to 6.34 of the Commentary on Article 1*”.

²⁰ La Corte di Cassazione, al fine di evitare che le convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni siano sfruttate per realizzare un fenomeno di doppia non imposizione, ha recentemente riconosciuto che “*la clausola del beneficiario effettivo*” possa essere qualificata come “*clausola generale dell’ordinamento fiscale internazionale, volta ad impedire che i soggetti possano abusare dei trattati fiscali attraverso pratiche di treaty shopping con lo scopo di far godere della protezione convenzionale contribuenti che, altrimenti, non ne avrebbero avuto diritto o che avrebbero subito un trattamento fiscale, comunque, meno favorevole*” (cfr. Cass. n. 10792 del 25 maggio 2016 e n. 25281 del 16 dicembre 2015). Secondo la Corte, infatti, “*il concetto di beneficiario effettivo non può coincidere con quello più ampio di soggetto che, residente all’estero e ivi soggetto ad imposizione, riceve i dividendi, ma richiede un quid pluris, rappresentato dall’essere tale soggetto anche colui che ha la effettiva disponibilità giuridica ed economica dei dividendi*” (cfr. Cass. n. 10792 del 2016). In particolare, la Corte ha sottolineato come non sia possibile accogliere una nozione convenzionale di *beneficial owner* meramente “formalistica” e, pertanto, non sia sufficiente ad integrare il predetto requisito la circostanza che il socio che riceve i dividendi sia una società residente dell’altro Stato contraente e “*a tal titolo soggetta all’imposta*” in tale Stato.

I giudici di legittimità, tuttavia, nelle citate pronunce non hanno affrontato il tema – che invece ha, come detto, caratterizzato il dibattito OCSE – del concetto di disponibilità giuridica ed economica dei flussi di dividendi ed, in particolare, non si sono espressi in merito al problema della individuazione dei casi – e delle relative condizioni – che renderebbero legittimo il disconoscimento ad una *holding* della qualità di beneficiario effettivo.

2016 ²¹). In particolare, in ambito internazionale, da un lato, 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".

Proprio per tale ragione, a livello OCSE si stanno ipotizzando altre soluzioni interpretative. Alcune di queste, a quanto pare, focalizzano l'attenzione sul grado di "affidabilità" del soggetto intermedio che, di volta in volta, opera nell'ambito dell'investimento. In questo senso, l'ubicazione del fondo (o del suo gestore) in uno Stato "collaborativo" che garantisca un adeguato scambio di informazioni, la presenza in detto Stato di un efficace sistema di vigilanza che assicuri l'indipendenza decisionale del gestore, la pluralità dei partecipanti (c.d. *genuine diversity of ownership*), nonché la possibilità di individuare gli investitori "istituzionali" che sono a monte del soggetto intermedio, potrebbero essere, forse, garanzie sufficienti a ritenere che la struttura in questione sia assimilabile alla struttura italiana e che, quindi, l'investimento nel suo complesso possa essere considerato "genuino". Si tratta comunque – com'è evidente – di una tematica che dovrà essere approfondita ponendo attenzione soprattutto all'evoluzione di questo dibattito a livello internazionale.

3. Il regime di deducibilità degli interessi passivi delle società immobiliari

Le considerazioni che precedono sono particolarmente rilevanti anche per le ricadute che esse hanno sull'operatività delle società immobiliari e, in particolare, sul parallelo tema del trattamento fiscale degli interessi passivi sostenuti da tale tipologia di soggetti.

Come noto, l'art. 1, comma 35, della legge n. 244 del 2007 aveva previsto che "*Tra le spese e gli altri componenti negativi indeducibili di cui al comma 2 dell'articolo 90 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica*

²¹ Si tratta di un documento di consultazione che sviluppa ulteriormente le tematiche affrontate nell'Action 6 del Piano d'azione BEPS, versione finale (cfr. *Preventing the Granting of Treaty Benefits in Inappropriate Circumstances, Action 6 - 2015 Final Report*, 5 ottobre 2015, paragrafi da 9 a 14).

22 dicembre 1986, n. 917, non si comprendono gli interessi passivi relativi a finanziamenti contratti per l'acquisizione degli immobili indicati al comma 1 dello stesso articolo 90". Il successivo comma 36 dello stesso art. 1 prevedeva poi l'irrilevanza, ai fini dell'art. 96 del TUIR, degli interessi passivi relativi a finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili destinati alla locazione²².

Con circolare n. 19/E del 2009, l'Agenzia delle entrate aveva chiarito, al riguardo, (cfr. par. 2.2.5) che il riferimento normativo agli interessi passivi relativi a finanziamenti contratti per l'acquisizione degli immobili di cui all'art. 90, comma 1, del TUIR (c.d. "immobili patrimonio") doveva essere interpretato facendo riferimento non solo agli interessi passivi sostenuti in relazione a finanziamenti accesi per l'"acquisto" degli immobili *de quibus*, ma anche agli interessi passivi relativi a contratti stipulati per la "costruzione" degli stessi (i.e. interessi passivi sostenuti in dipendenza di mutui accesi per la "costruzione" degli immobili patrimonio).

Nessuna indicazione era stata invece inizialmente fornita dall'Agenzia delle entrate in relazione all'effettivo contenuto del legame tra il finanziamento da cui traggono origine gli interessi e l'acquisizione o la costruzione degli immobili; in particolare, la richiamata circolare non aveva approfondito il tema della possibile discrasia temporale tra erogazione del finanziamento e acquisto dell'immobile, né il tema della rilevanza di una eventuale rinegoziazione dei finanziamenti in questione.

Da ciò erano derivati problemi di non facile soluzione in ordine all'individuazione degli interessi passivi relativi a finanziamenti contratti per l'acquisizione di immobili patrimoniali, soprattutto per le cd. immobiliari di gestione – quali definite dalla risoluzione n. 323/E del 2007 – per le quali il ricorso efficiente alla leva finanziaria

²² Per completezza, segnaliamo che l'articolo 4 del decreto crescita ed internazionalizzazione (decreto legislativo n. 147 del 2015) ha disposto un'integrazione del comma 36 dell'art. 1 della legge 24 dicembre 2007, n. 244, per circoscrivere la non rilevanza, ai fini dell'art. 96 del TUIR, degli interessi passivi relativi a finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili destinati alla locazione alle "società che svolgono in via effettiva e prevalente attività immobiliari", per tali dovendosi intendere "le società il cui valore dell'attivo patrimoniale è costituito per la maggior parte dal valore normale degli immobili destinati alla locazione e i cui ricavi sono rappresentati per almeno i due terzi da canoni di locazione o affitto di aziende il cui valore complessivo sia prevalentemente costituito dal valore normale di fabbricati". Rileviamo che questa integrazione normativa – che, nel definire gli immobili rilevanti ai fini del calcolo e nell'introdurre un limite minimo di "significatività" dei canoni di locazione sul totale dei ricavi rilevanti, supera in senso restrittivo le interpretazioni già fornite dall'Agenzia delle entrate nella circolare n. 37/E del 2009 (par. 2) – acquista efficacia a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in corso alla data di entrata in vigore del decreto internazionalizzazione, e, dunque, per la generalità dei soggetti, dal 2016.

costituisce ordinariamente elemento determinante del successo delle iniziative economiche intraprese e che, in relazione alle ipotesi in cui detengano e utilizzino nel loro ciclo produttivo anche immobili qualificabili come “immobili patrimonio”, finanziano anche questi secondo le medesime prassi e logiche operative degli immobili “strumentali”.

Tale situazione ci aveva indotto a presentare istanza di consulenza giuridica sulla interpretazione dell’art. 1, comma 35, della legge n. 244 del 2007, al fine di avere conferma della piena deducibilità degli interessi passivi anche nel caso in cui gli stessi derivino da finanziamenti stipulati in un momento successivo all’acquisto dell’immobile o da finanziamenti rinegoziati nel tempo per la parte di debito residuo.

Nell’istanza in questione, avevamo segnalato all’Agenzia delle entrate che le società immobiliari di gestione finanziano ordinariamente i loro investimenti in immobili attraverso combinazioni variabili di mezzi propri e debito bancario decise di volta in volta in base a criteri di economicità e massimizzazione del profitto. La combinazione dei suddetti elementi viene individuata, in sede di valutazione preliminare di ciascun investimento, attraverso la predisposizione di un piano finanziario sulla base di una pluralità di fattori: la redditività attesa dell’immobile; il grado di rischio dell’investimento; il costo dei mezzi propri e del debito bancario; la disponibilità, per la società, dei suddetti elementi.

Fin dalle prime fasi di valutazione e decisione dell’investimento è del tutto evidente il forte legame esistente tra investimento immobiliare e fonti di finanziamento dello stesso; tuttavia, la richiamata prassi operativa non implica necessariamente che il finanziamento sia stipulato contestualmente all’acquisizione dell’immobile e, men che meno, che tale finanziamento debba avere durata pari al tempo presunto dell’investimento. Per le immobiliari di gestione è, al contrario, naturale e perfettamente rispondente a criteri di economicità, l’acquisizione di immobili con finanziamenti “ponte” (già disponibili o comunque facili da ottenere, poco onerosi e a breve termine) ovvero con mezzi propri, da sostituire con finanziamenti “definitivi” (*senior*) da negoziare dopo aver posto le banche in concorrenza tra loro al fine di ottenere le migliori condizioni contrattuali ed economiche. Allo stesso modo è naturale che i finanziamenti “definitivi” abbiano durata medio-breve (tra i cinque e i sette anni, il che consente di ottenere le migliori condizioni contrattuali ed economiche) e che gli stessi vengano rifinanziati nel corso del tempo, per la parte di capitale residua, per fruire di condizioni migliori.

In data 17 luglio 2013, l'Agenzia delle entrate ha dato risposta positiva al nostro quesito, affermando che *“lo stretto legame tra il finanziamento e il bene acquistato o costruito debba essere considerato sussistente non solo quando vi sia contestualità tra l'accensione del finanziamento e l'acquisto o la costruzione del bene immobile ma anche quando, a determinate condizioni, il finanziamento venga contratto in un momento successivo all'acquisto/costruzione del bene e quando il finanziamento originariamente contratto venga rinegoziato”*. Sulla irrilevanza della contestualità tra finanziamento e acquisizione del bene ai fini della piena deduzione degli interessi passivi, si sono successivamente pronunciate anche diverse Commissioni tributarie di merito (per tutte v. Comm. trib. prov. Milano, sez. 36, del 29 febbraio 2016); altre pronunce hanno confermato la possibilità di dedurre gli interessi passivi derivanti da finanziamenti rinegoziati (v. Comm. trib. prov. Milano, sez. 47, del 16 marzo 2016).

Era invece rimasto in ombra, anche nella consulenza giuridica in questione, il tema – pure da noi sollevato nell'istanza – degli investimenti immobiliari effettuati attraverso l'acquisizione di società “veicolo” proprietarie degli immobili; acquisizione il cui oggetto sostanziale resta comunque il patrimonio immobiliare e non certo il suo “contenitore” societario. È il caso, appunto, delle operazioni di *Leveraged Buy Out* (LBO) nelle quali l'operazione di investimento immobiliare viene effettuata da un'apposita società veicolo che si indebita per acquisire la partecipazione totalitaria nella società proprietaria degli immobili (“target”) per poi fonderla e quindi trasferire il finanziamento direttamente sugli immobili, trasformandolo in finanziamento ipotecario.

Le riserve dell'Agenzia su questa tipologia di operazioni realizzate dalle società immobiliari nascevano, come è evidente, proprio dalle contestazioni che gli uffici muovevano, più in generale, alle operazioni di LBO per l'acquisto di aziende o di partecipazioni. La circolare n. 6/E – come abbiamo visto nel paragrafo precedente – è stata molto chiara nel superare questo tipo di contestazioni; quindi, per motivi logico-sistematici, sembra logico che le conclusioni della citata circolare possano esplicare effetti anche nei confronti delle operazioni di analoga natura poste in essere per l'acquisto di immobili. Naturalmente, ci riserviamo di chiedere conferma di questa impostazione ai competenti organi.