



# Le operazioni di investimento dei fondi di *private equity*

**ANDREA SILVESTRI - GIULIO MAZZOTTI**

Roma, 1° dicembre 2017

**BonelliErede**



**Ordine dei  
Dottori Commercialisti e degli  
Esperti Contabili di  
Roma**

Strutture di investimento utilizzate  
nel *private equity*: profili fiscali e  
societari

1. Introduzione: il ruolo dei fondi di *private equity* nelle operazioni di *M&A*
2. Le strutture di acquisizione di società da parte dei fondi. I diversi *step* che portano all'acquisizione di una *target*
3. Alcuni casi pratici
4. Strutture di finanziamento per l'acquisizione

## be 1. Introduzione: il ruolo dei fondi di *private equity* nelle operazioni di M&A

- I fondi di *private equity* come **risorsa** per le imprese che attraversano le fasi più delicate del loro ciclo di vita, quali:
  - l'avvio dell'attività (c.d. interventi di «*early stage*»);
  - i progetti di crescita interna e/o esterna (c.d. interventi di «*expansion*»);
  - i passaggi generazionali (c.d. interventi di «*buy-out*»);
  - la crisi dovuta a congiuntura economica negativa o da errori gestionali reiterati (c.d. interventi di «*turnaround*»).

*be* 1. Introduzione: il ruolo dei fondi di *private equity* nelle operazioni di *M&A*

□ **Obiettivo** dei Fondi nelle operazioni di *private equity*:

- accelerare il processo di creazione del valore di un'impresa tramite apporti di capitale e di competenza professionale;
- realizzare *capital gain* in sede di disinvestimento.

*be* 1. Introduzione: il ruolo dei fondi di *private equity* nelle operazioni di *M&A*

- **Contributo** dei fondi di *private equity* nel processo di **creazione del valore** di un'impresa:
  - miglioramento della reputazione nel sistema economico e finanziario;
  - supporto nelle competenze manageriali e nella pianificazione strategica;
  - rafforzamento di relazioni e contatti all'interno del sistema economico e finanziario;
  - crescita del valore azionario;
  - (eventuali) interventi di «*turnaround*» con finalità di risanamento e di rilancio di imprese in situazione di tensione economica e finanziaria (ovvero in fallimento o già fallite).

## be 1. Introduzione: il ruolo dei fondi di *private equity* nelle operazioni di *M&A*

### □ **Impatto** dei fondi di *private equity* nel contesto macroeconomico italiano:

- prevalenza delle operazioni di «*buy-out*» (77%) rispetto agli interventi di «*extension*» (22%) e «*turnaround*» (1%);
- crescita media annua del fatturato delle imprese *target* nel periodo di permanenza del fondo del 7,9%;
- miglioramento della *performance* dell'impresa in termini di *EBITDA*;
- incremento del tasso occupazionale (5,2%) e degli investimenti in immobilizzazioni materiali (11%).

be

2. Le strutture di acquisizione di società da parte dei fondi.  
I diversi *step* che portano all'acquisizione di una *target*.

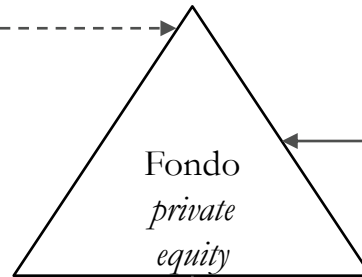
## **Struttura 1** – *Acquisizione della Target e fusione con la NewCo*



*be* (segue) – La struttura dell’operazione

*Partnership*

A seconda della nazionalità del Fondo, le *partnership* sono localizzate in giurisdizioni diverse: di norma i fondi USA operano sovente mediante veicoli localizzati presso Cayman/Bermuda, mentre fondi UK operano con veicoli presso le Isole del Canale



LuxCo1

LuxCo2

LUX

ITA

NEWCO

*Debt*

ITA BANK

TARGET

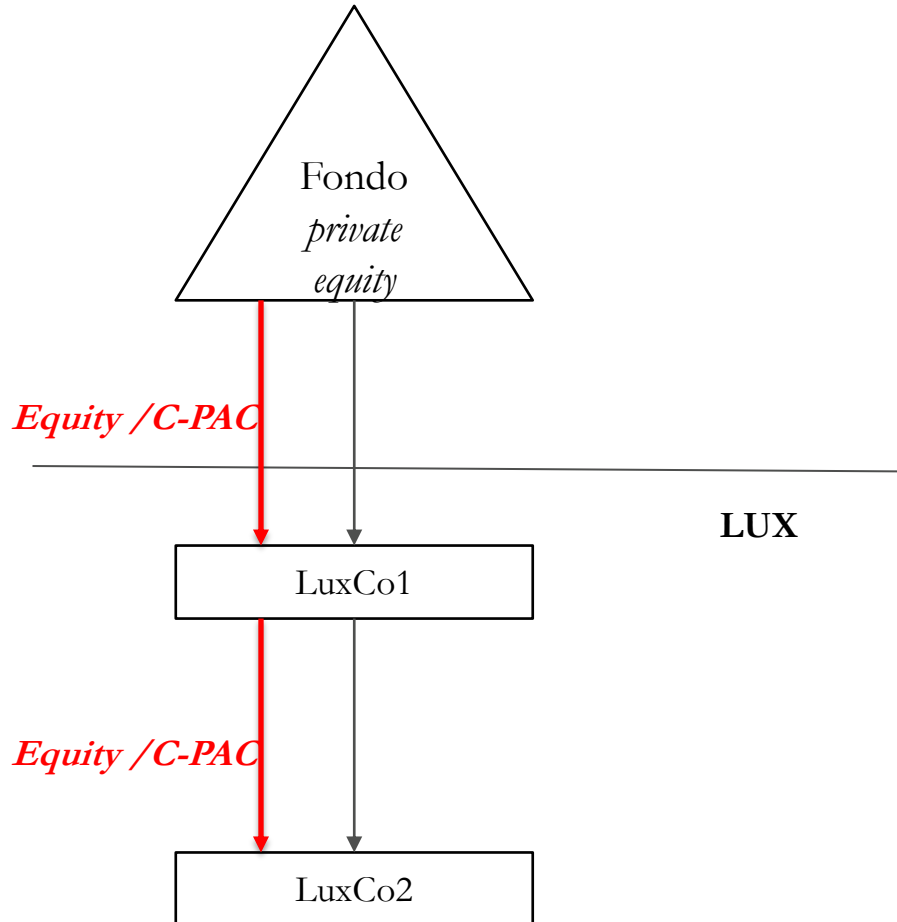
Fusione

*be* (segue) – **PRINCIPALI STEP**

- **STEP I – COSTITUZIONE VEICOLI INTERMEDI**
- **STEP II – COSTITUZIONE *NEWCO* E NEGOZIAZIONE FINANZIAMENTO**
- **STEP III – ACQUISIZIONE DELLA *TARGET***
- **STEP IV – FUSIONE**

## STEP I

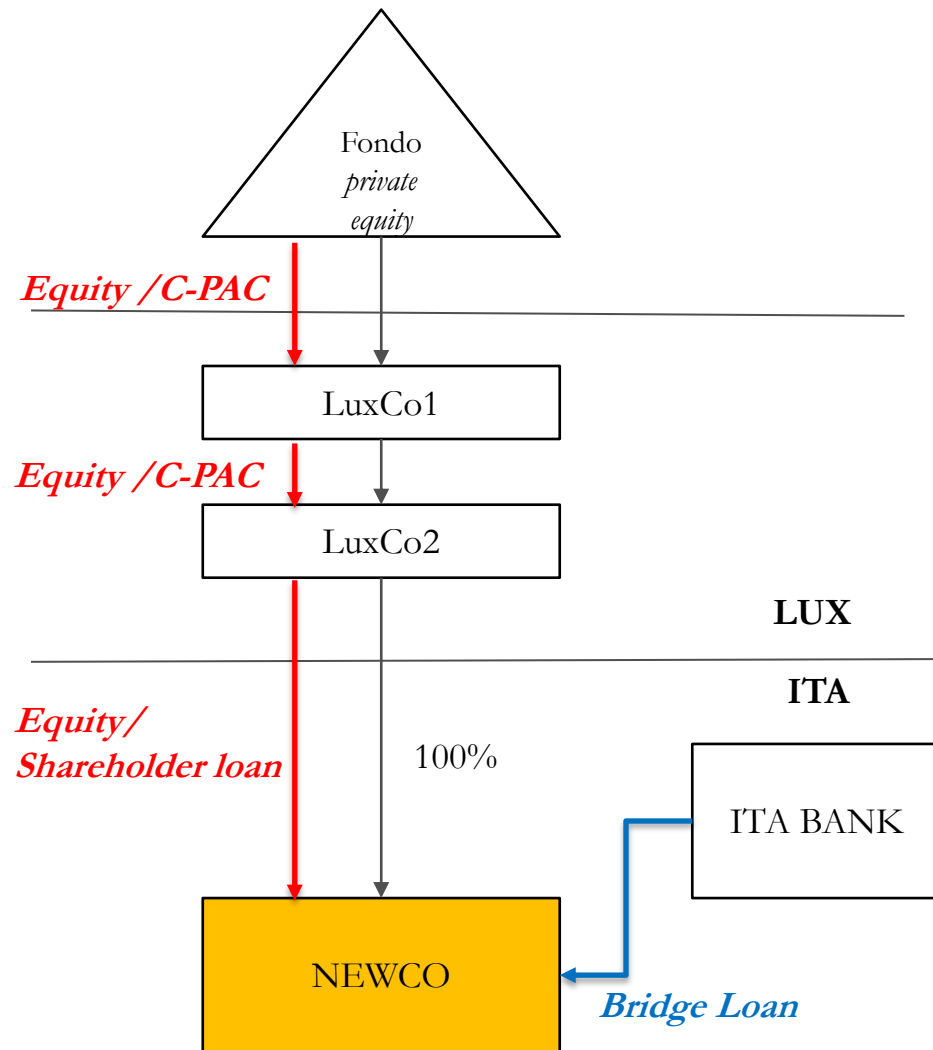
## COSTITUZIONE VEICOLI INTERMEDI (ESEMPI)



## DESCRIZIONE

- Il Fondo di *private equity* costituisce il veicolo LuxCo1 nella forma di Luxembourg Sarl;
- Dotazione delle risorse finanziarie a LuxCo1 tramite apporti di *equity* e sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi ibridi «C-PEC» - *Preferred Equity Certificates*;
- Costituzione da parte di LuxCo1 del veicolo LuxCo2 nella forma di Luxembourg S.A.;
- Dotazione delle risorse finanziarie a LuxCo2 per la costituzione della NewCo italiana.

## COSTITUZIONE NEWCO E NEGOZIAZIONE DEL FINANZIAMENTO



## DESCRIZIONE

- Costituzione di NewCo da parte di LuxCo2 (per conto del Fondo) nella forma di S.p.A. il cui capitale sociale è detenuto al 100% da LuxCo2;
- Patrimonializzazione di NEWCO da parte di LuxCo2 tramite apporti di *equity* e *shareholder loan* e finanziamento bancario («*bridge loan*»).

## CONSIDERAZIONI FISCALI

## ❑ ACE

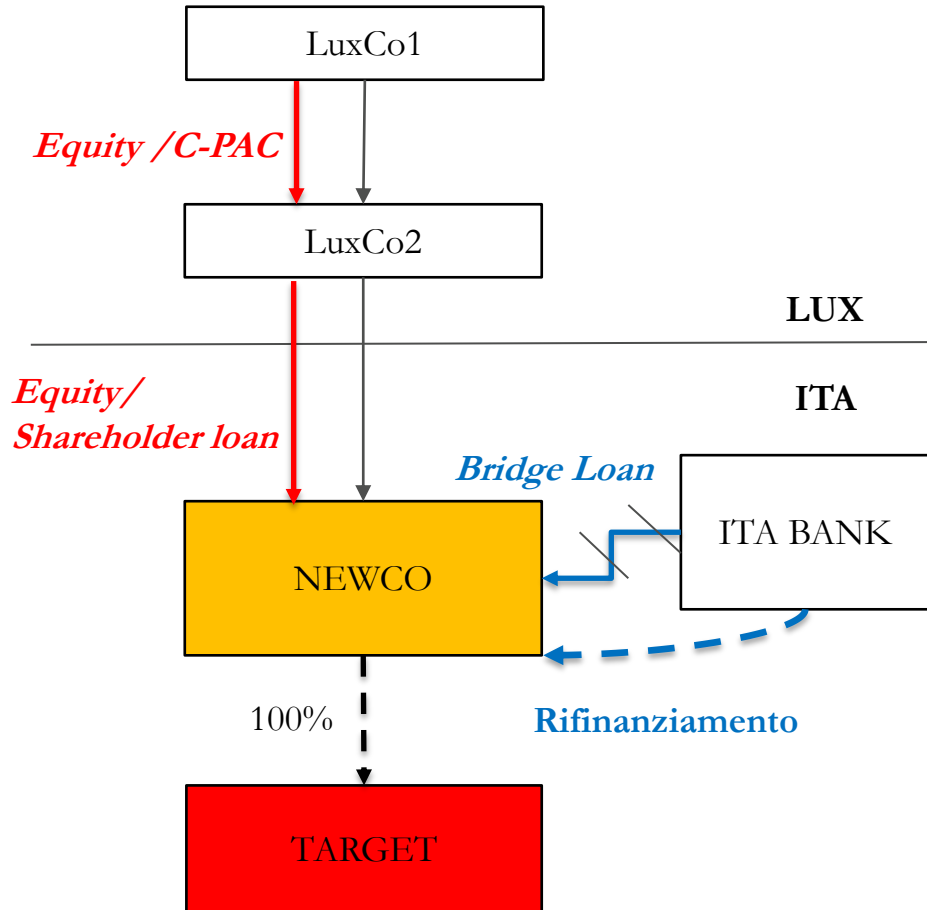
- Gli apporti di *equity* in favore di NEWCO rilevano come incrementi di capitale proprio ai fini ACE.

❑ *Bridge Loan*

- No WHT sugli interessi da finanziamento corrisposti a ITA BANK;
- No «Imposta Sostitutiva» sul finanziamento *bridge* (durata inferiore a 18 mesi);
- Imposta di registro solo «in caso d'uso» ovvero nelle ipotesi di «enunciazione».

## STEP III

### ACQUISIZIONE DELLA TARGET



#### DESCRIZIONE

- NEWCO acquista la partecipazione totalitaria (o di controllo) nella Target (S.p.A.);

#### CONSIDERAZIONI FISCALI

##### Acquisizione della partecipazione

- Applicazione della «Tobin Tax» (0,2% del valore di acquisto della partecipazione);
- Imposta di registro in misura fissa (EUR 200)

# STEP IV

## FUSIONE

### DESCRIZIONE

- NEWCO si fonde per incorporazione nella Target.

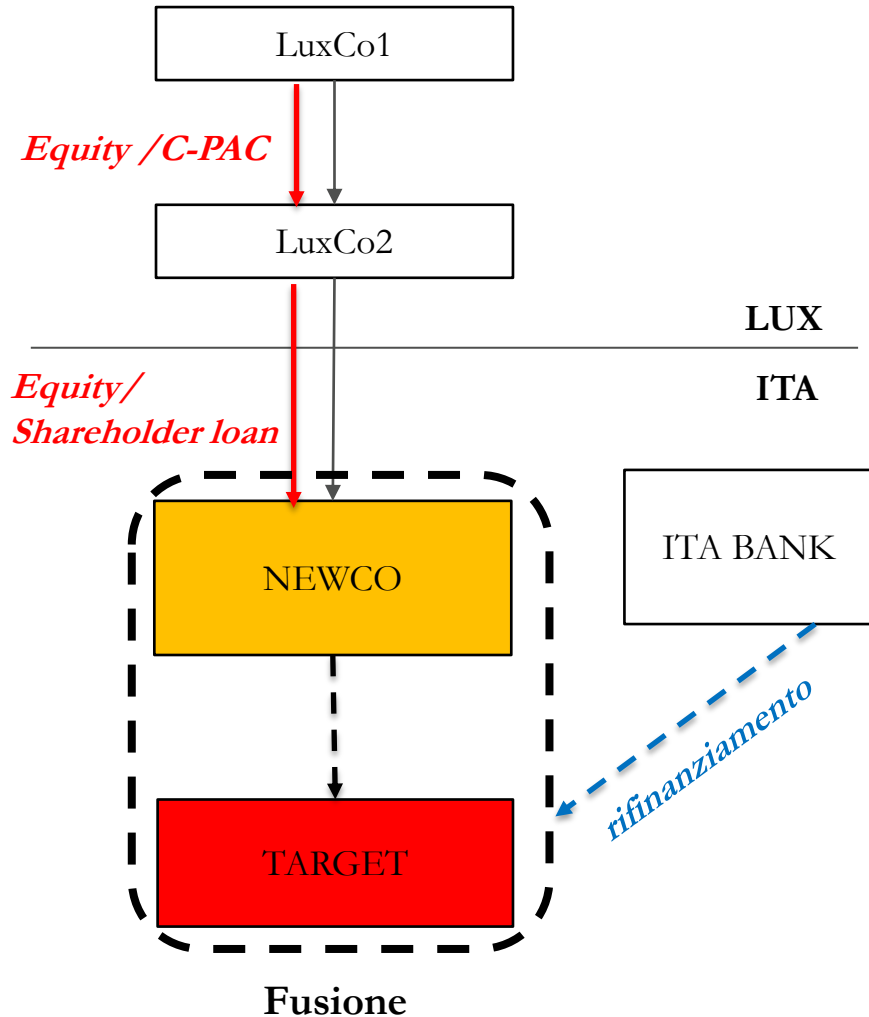
**➔ «debt push down»;**

- Rifinanziamento del *bridge loan* con finanziamento a medio-lungo termine (durata superiore a 18 mesi).

### CONSIDERAZIONI FISCALI del MLBO v. *infra*

#### Rifinanziamento

- Possibilità di applicare l'«Imposta sostitutiva».

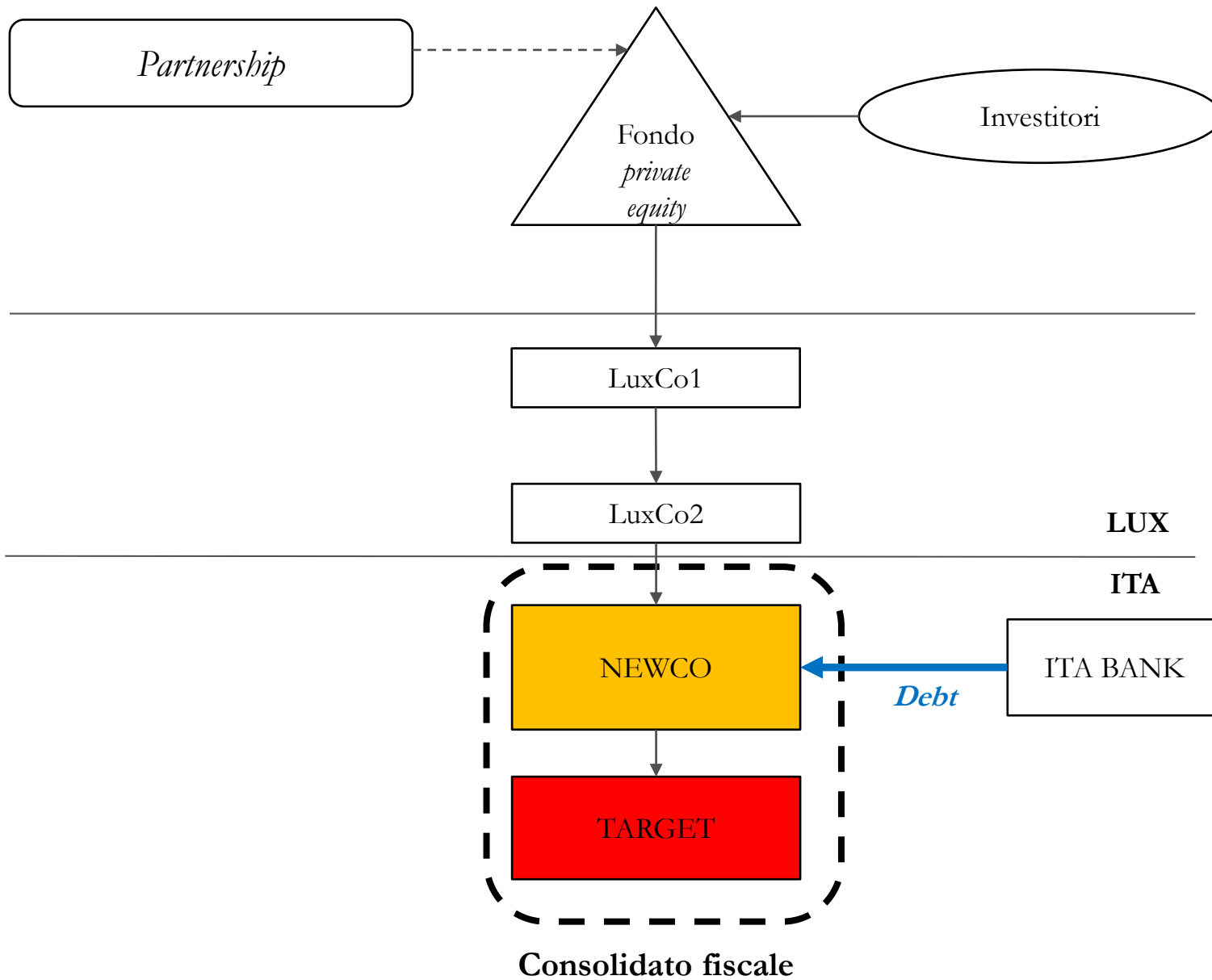


*be*

2. Le strutture di acquisizione di società da parte dei fondi.  
I diversi *step* che portano all'acquisizione di una *target*.

## **Struttura 1-*bis* – Variante senza fusione con la *NewCo***

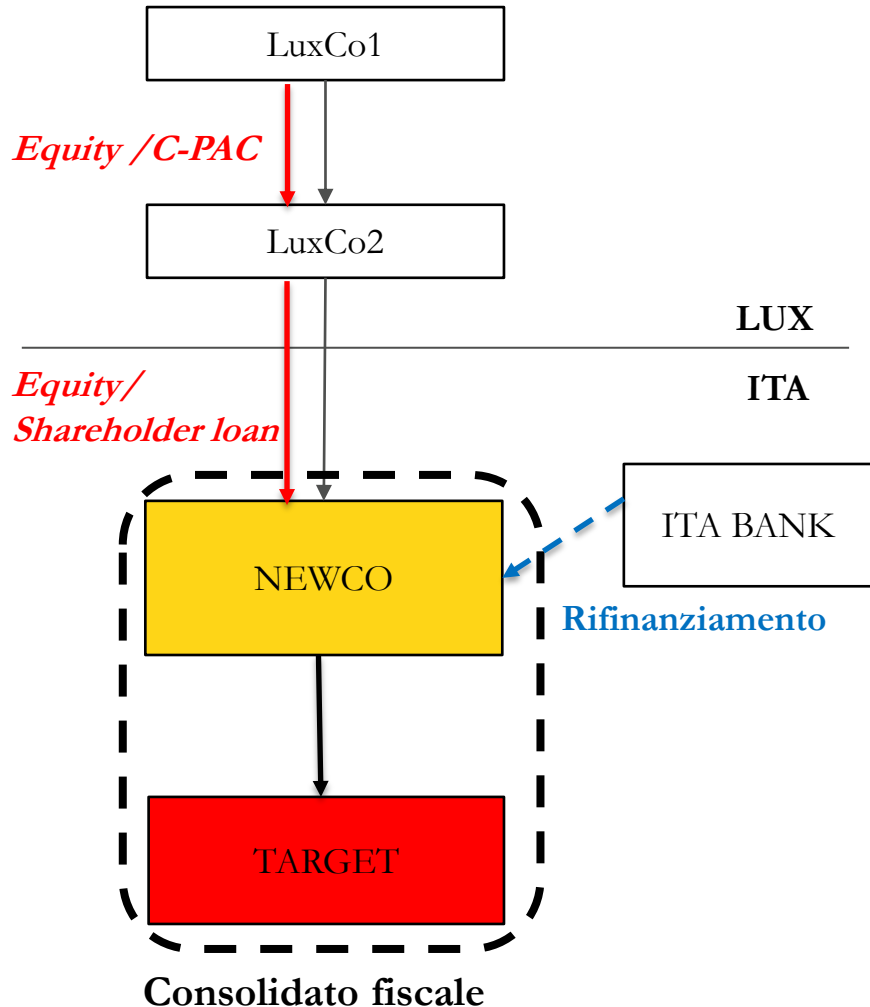
*be* (segue) – La struttura dell'operazione





# VARIANTE SENZA FUSIONE DI NEWCO IN TARGET

## CONSOLIDATO FISCALE



### DESCRIZIONE

- NEWCO e Target optano per il regime del consolidato fiscale.

➔ Possibilità di compensare gli interessi passivi derivanti dall'indebitamento della NEWCO con i redditi della Target.

### CONSIDERAZIONI FISCALI

#### Consolidato fiscale

- Consente di consolidare in un'unica base imponibile la somma algebrica degli imponibili della Target e della NEWCO;
- Limite al riporto delle perdite fiscali pregresse della Target rispetto all'opzione per il consolidato.

*be*

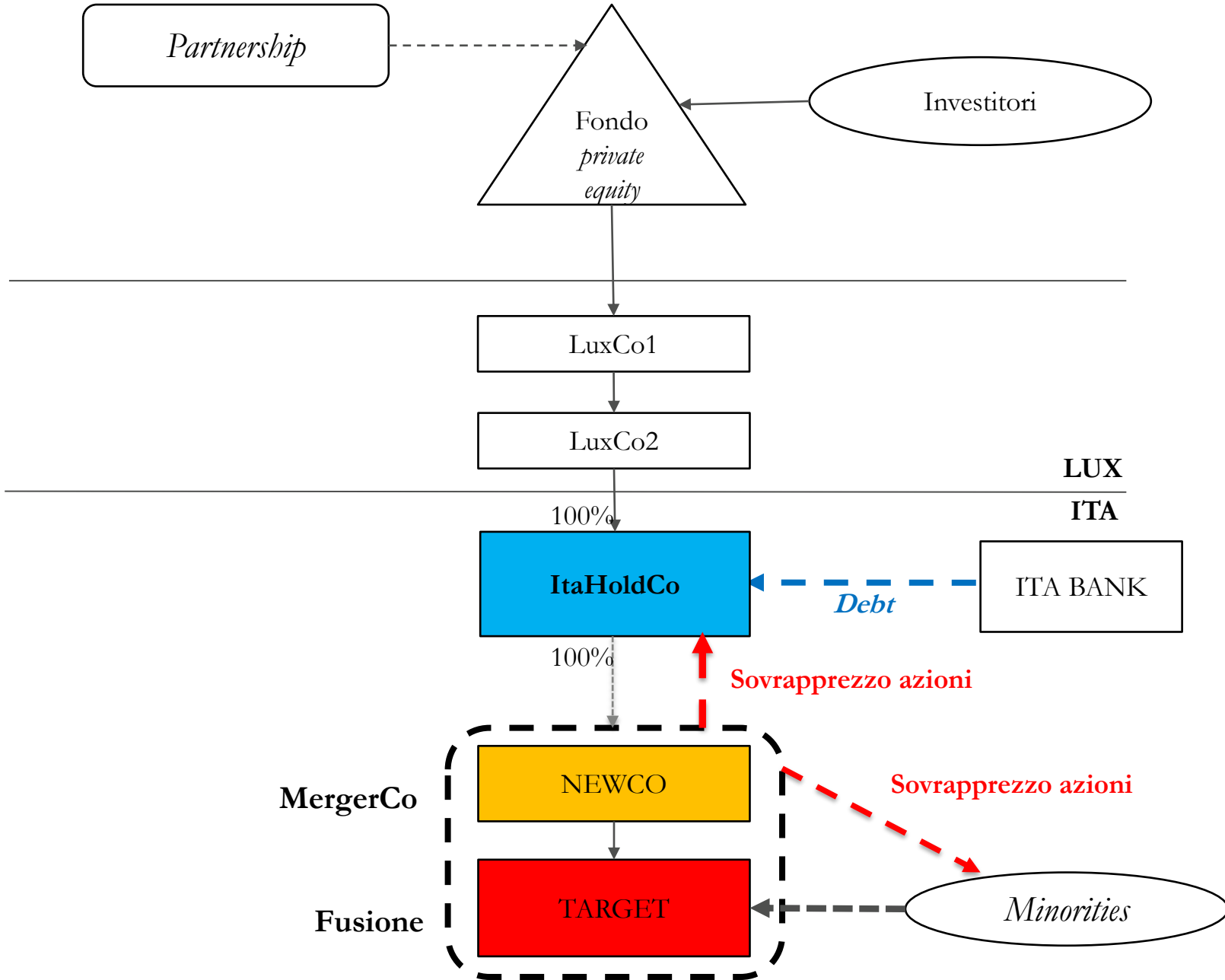
2. Le strutture di acquisizione di società da parte dei fondi.  
I diversi *step* che portano all'acquisizione di una *target*.

## Struttura 2 – Doppia *Holding* italiana

*be* (segue) – La finalità della struttura a doppia  *Holding* italiana

- ❑ Finalizzata - di norma - ad acquisire il controllo di società *target* che hanno azionisti di minoranza (ad es. quotate), stante la difficoltà o scarsa opportunità di acquistare una partecipazione totalitaria;
- ❑ Consente di:
  - **evitare l'effetto diluitivo della posizione di potere del fondo**, altrimenti inevitabile nell'ipotesi della Struttura 1, dove la *newco* ha prevalentemente debiti e dispone di pochi mezzi propri da far valere nel rapporto di cambio *post-fusione*;
  - strutturare l'operazione in modo tale da trattare tutti gli investitori allo stesso modo

*be* (segue) – La struttura dell’operazione



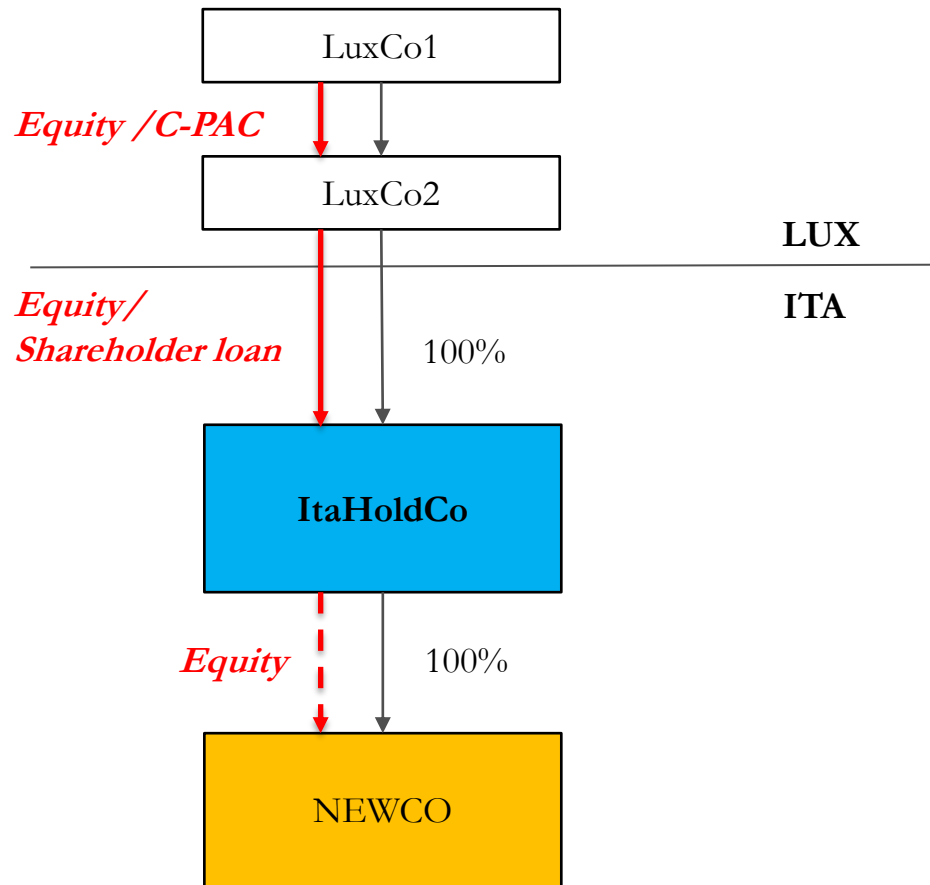
*be* (segue) – **PRINCIPALI STEP**

Rispetto alla struttura «ordinaria» *sub* 1) si caratterizza per due passaggi specifici negli *step* II e IV:

- **STEP I – COSTITUZIONE VEICOLI INTERMEDI**
- **STEP II – COSTITUZIONE DOPPIA HOLDING ITALIANA**
- **STEP III – ACQUISIZIONE DELLA *TARGET* E FUSIONE**
- **STEP IV – FINANZIAMENTO E DISTRIBUZIONE RISERVA DA SOVRAPPREZZO AZIONI**

## STEP II

## COSTITUZIONE DOPPIA HOLDING ITALIANA



## DESCRIZIONE

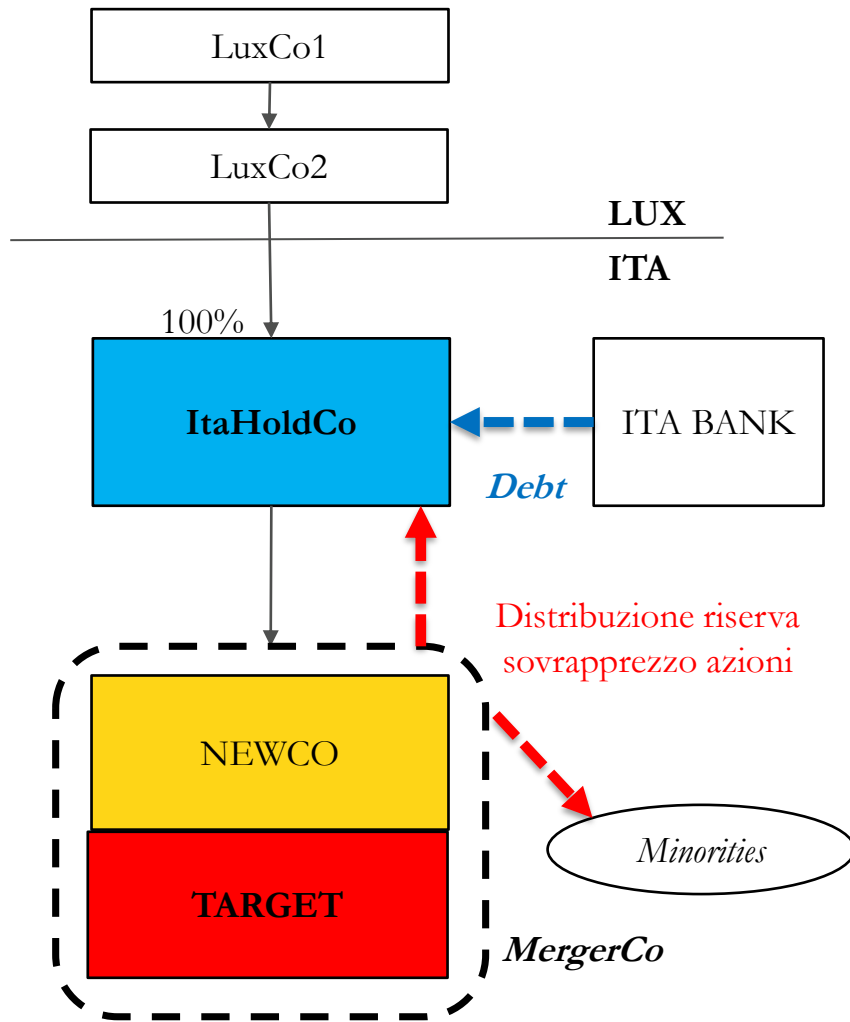
- Costituzione di *ItaHoldCo* da parte di LuxCo2 (per conto del Fondo) nella forma di S.p.A. il cui capitale sociale è detenuto al 100% da LuxCo2;
- Patrimonializzazione di *ItaHoldCo* tramite apporti di **equity** (Riserva sovrapprezzo) e *shareholder loan*;
- Costituzione di *newco* da parte di *ItaHoldCo* (per conto del Fondo). Patrimonializzazione di *newco* **solo** con apporti di **equity**

## CONSIDERAZIONI FISCALI

## ACE

- Gli apporti di *equity* da parte di LuxCo2 in favore di *ItaHoldCo* dovranno essere sterilizzati in capo alla stessa *ItaHoldCo*, visto che, a cascata, ha effettuato il medesimo apporto in *newco*;
- Per evitare ipotesi di duplicazione del beneficio, il beneficio sarà rilevante **solo** in capo a *newco*.

## FINANZIAMENTO E DISTRIBUZIONE RISERVA DA SOVRAPPREZZO AZIONI



### DESCRIZIONE

- *ItaHoldCo* negozia e contrae un finanziamento bancario a medio-lungo termine (durata superiore a 18 mesi);
- Liquidazione del capitale economico della *target* tramite la distribuzione da parte di *target post fusione (MergerCo)* della riserva da sovrapprezzo delle azioni a favore sia di *ItaHoldCo*, che dei soci di minoranza (*Minorities*).

### Distribuzione riserva da sovrapprezzo azioni

- La distribuzione della riserva da sovrapprezzo delle azioni **non costituisce «distribuzione di utili»** (salvo prescrizione fiscale).

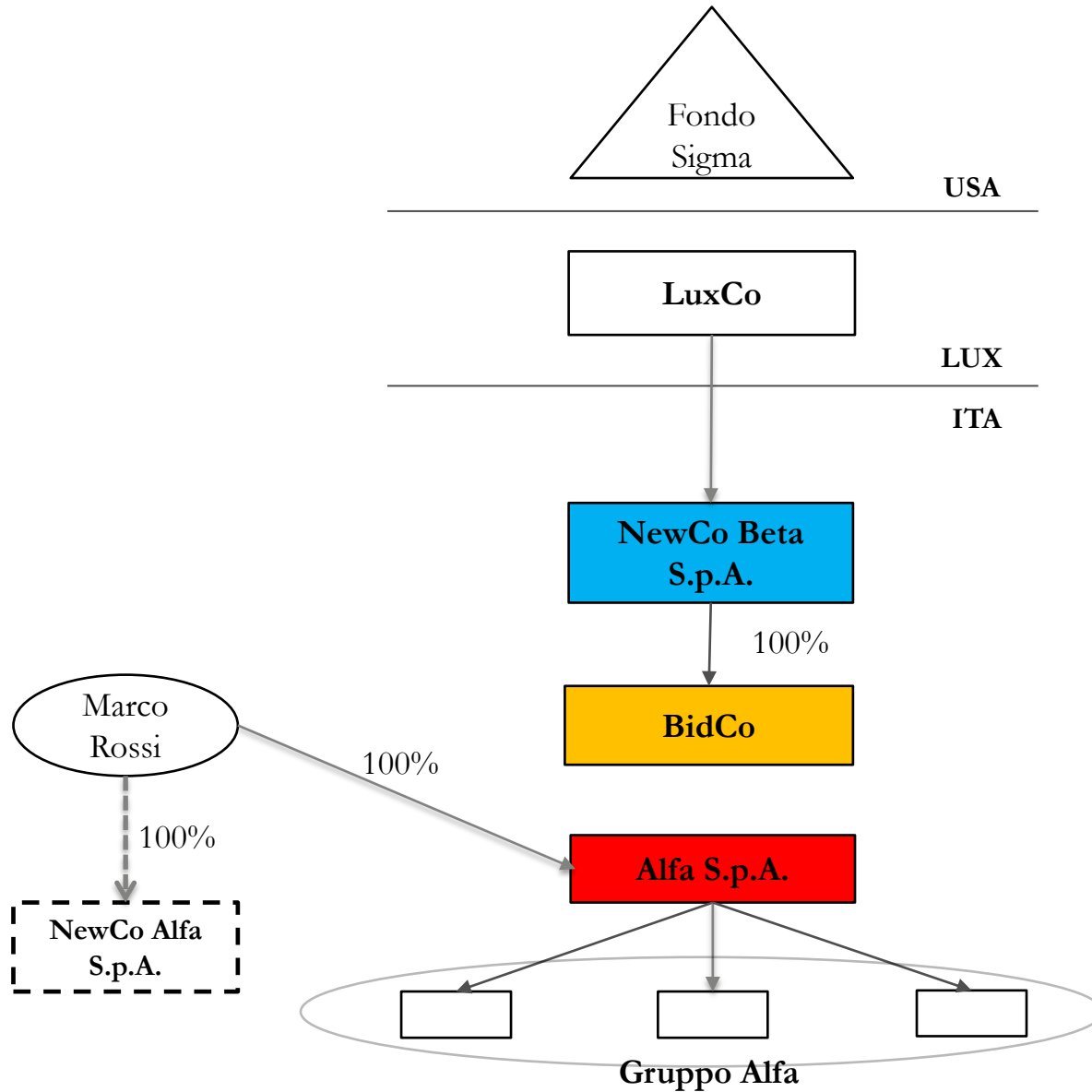
*be* 3. Alcuni casi pratici.

## **Caso 1** – L'investimento del Fondo Sigma in Alfa S.p.A.

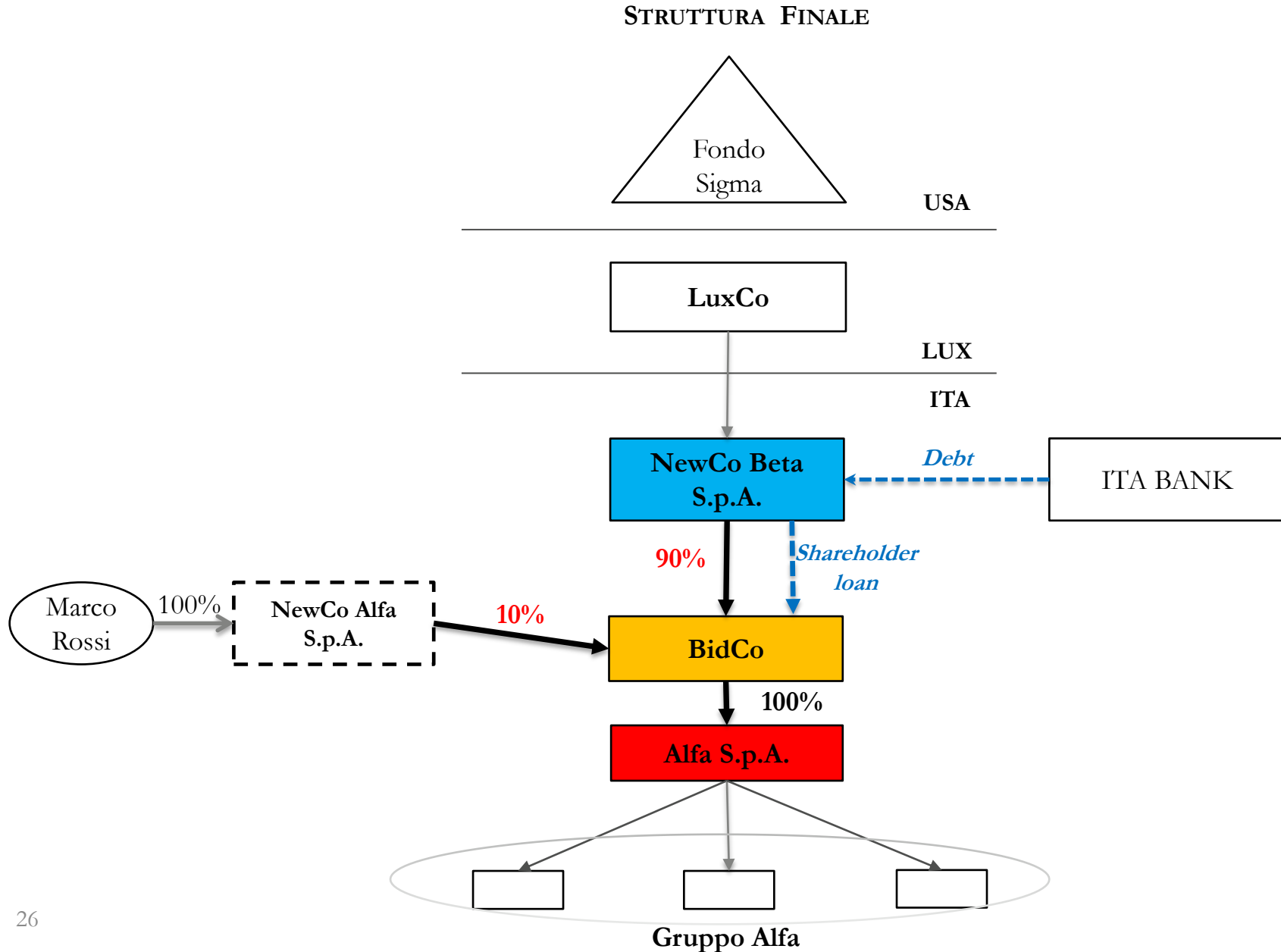


# (segue) – La struttura dell'operazione

## STRUTTURA PRE-OPERAZIONE



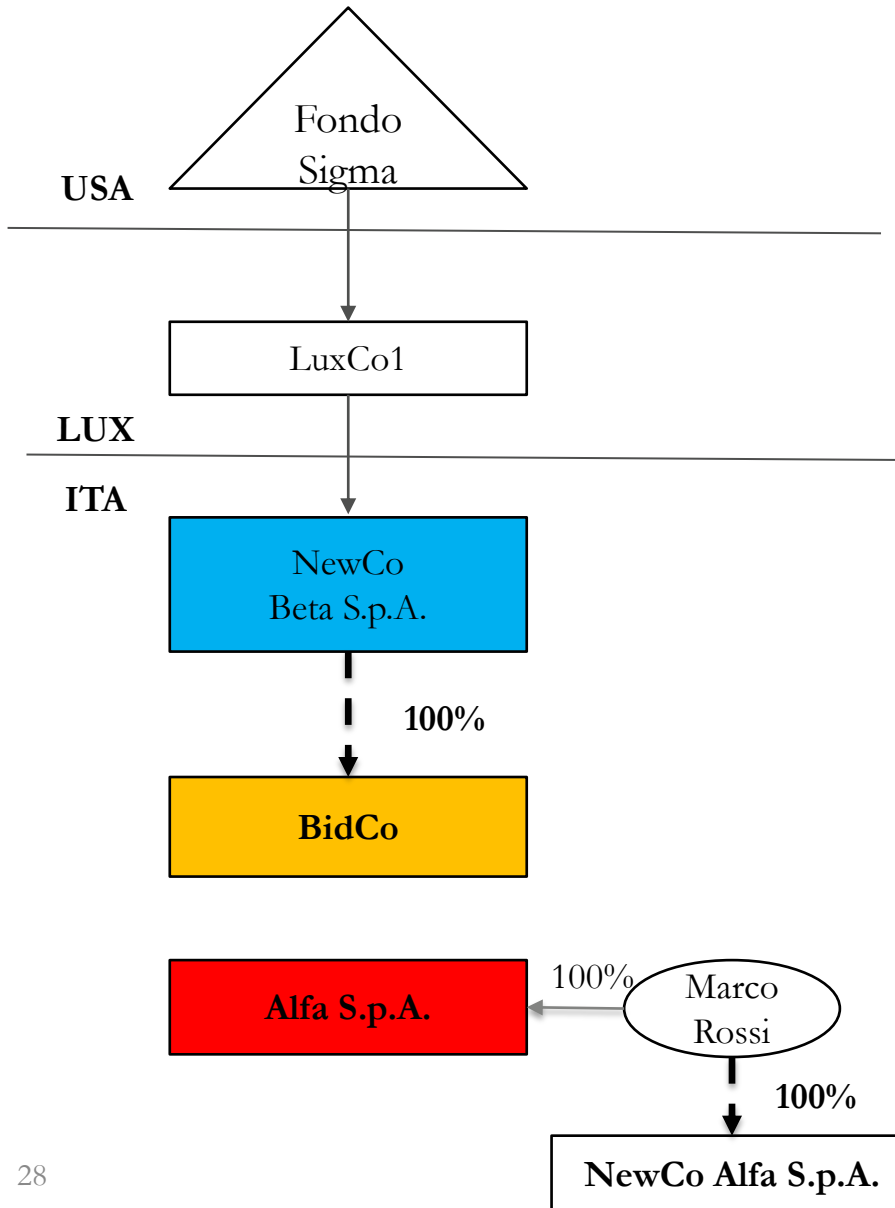
(segue) – La struttura dell’operazione



*be* (segue) – **PRINCIPALI STEP**

- **STEP I –** NEGOZIAZIONE DEGLI ACCORDI E COSTITUZIONE DEI VEICOLI
- **STEP II –** ACQUISIZIONE DI ALFA S.P.A. E CONTESTUALE INGRESSO DEL VENDITORE IN BIDCo COME SOCIO DI MINORANZA
- **STEP III –** FINANZIAMENTO DI NEWCo BETA S.P.A.

## NEGOZIAZIONE DEGLI ACCORDI E COSTITUZIONE DEI VEICOLI



## DESCRIZIONE

□ NewCo Beta S.p.A. - per conto del Fondo Sigma - e Marco Rossi (noto stilista) si accordano di porre in essere un'operazione che prevede:

- la costituzione di BidCo controllata direttamente o indirettamente da NewCo Beta S.p.A. e per una quota di minoranza, direttamente o indirettamente da Marco Rossi
- l'acquisizione da parte di BidCo di tutte le azioni rappresentative del 100% di Alfa S.p.A..

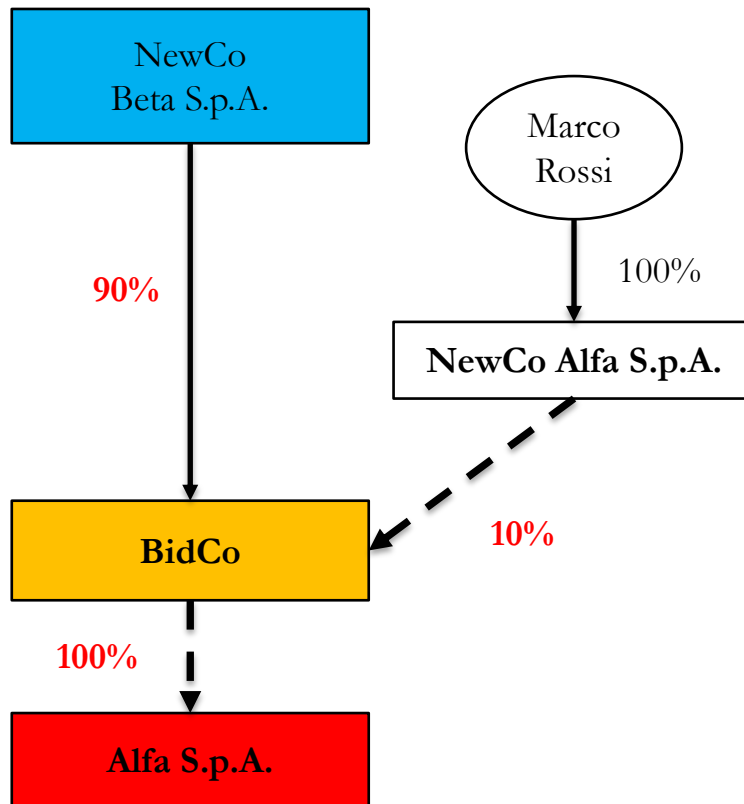


Quindi:

- NewCo Beta S.p.A. - per conto del Fondo Sigma - costituisce BidCo S.p.A. (C.S. EUR 50k);
- Marco Rossi - che controlla il 100% di Alfa S.p.A. - costituisce NewCo Alfa S.p.A.;

## STEP II

### ACQUISIZIONE DI ALFA S.P.A. E CONTESTUALE INGRESSO DEL VENDITORE IN BIDCO COME SOCIO DI MINORANZA



#### DESCRIZIONE

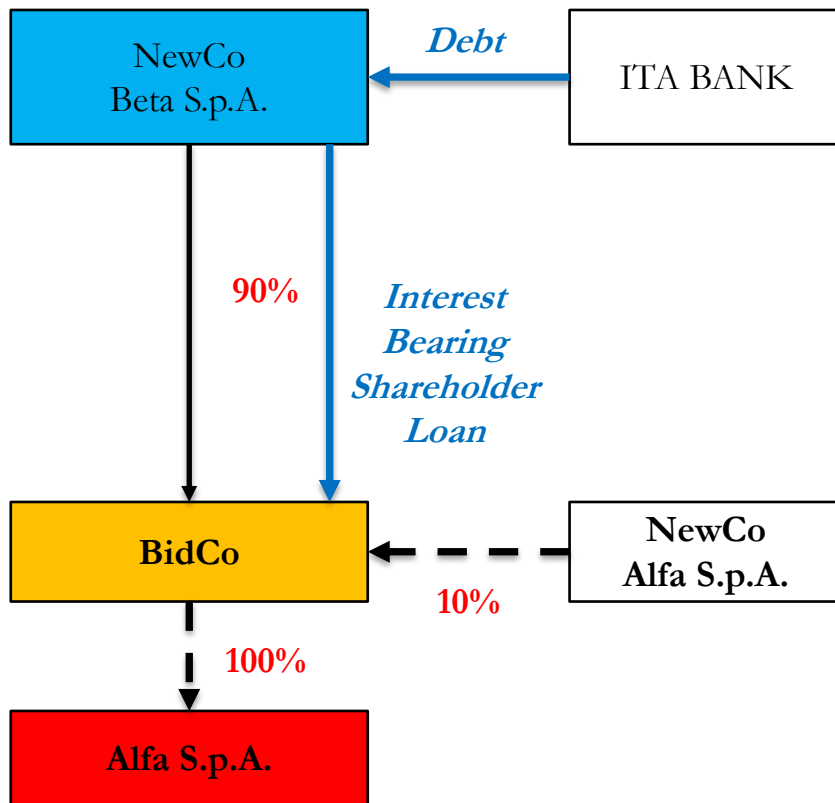
- ❑ Marco Rossi cede a BidCo il 100% delle proprie partecipazioni in Alfa S.p.A. per un corrispettivo di **EUR 100 Mln** e contestualmente ne reinveste una parte per entrare a far parte della BidCo come socio di minoranza.
- ❑ Infatti, BidCo delibera di aumentare il proprio C.S. a **EUR 40 Mln** che verrà sottoscritto e interamente liberato:
  - Per EUR 32 Mln dalla NewCo Beta S.p.A., per il **90%**;
  - Per EUR 8 Mln da NewCo Alfa S.p.A., per il **10%**.



Esempio di come nelle operazioni di *private equity* i Fondi di investimento tengono in considerazione la competenza maturata da un imprenditore nel proprio settore di riferimento

## STEP III

## FINANZIAMENTO DI NEWCO BETA S.P.A.



## DESCRIZIONE

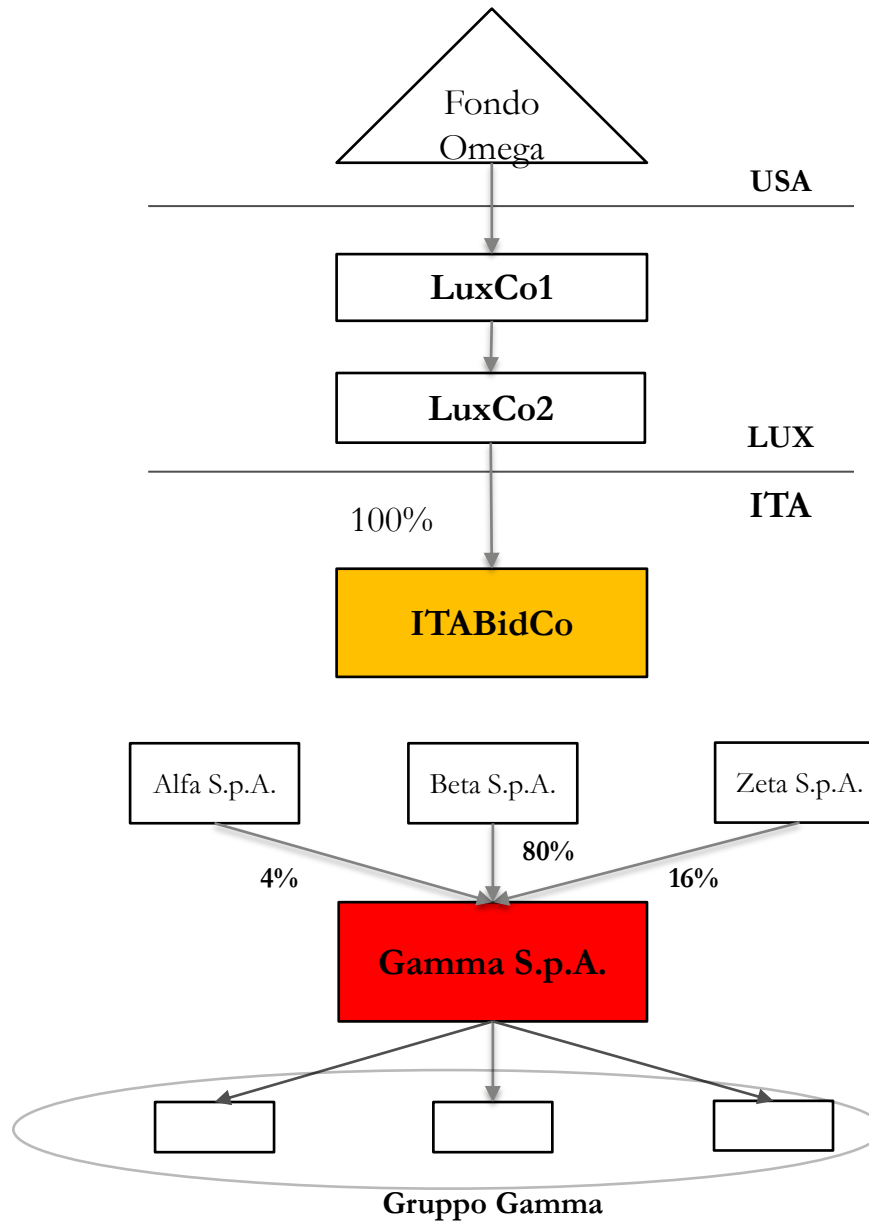
- ❑ NewCo Beta S.p.A. contrae un finanziamento con ITA BANK (EUR 60 Mln), che utilizza per finanziare BidCo con *Interest Bearing Shareholder Loan*.
- ❑ Al termine dell'operazione il patrimonio di BidCo si compone come segue:
  - **EUR 40 Mln** a titolo di *equity* (di cui **EUR 32 Mln** apportati -sia pure indirettamente- dal Fondo Sigma);
  - **EUR 60 Mln** a titolo di *debt*.

*be* 3. Alcuni casi pratici.

## **Caso 2 – L'investimento del Fondo Omega in Gamma S.p.A.**

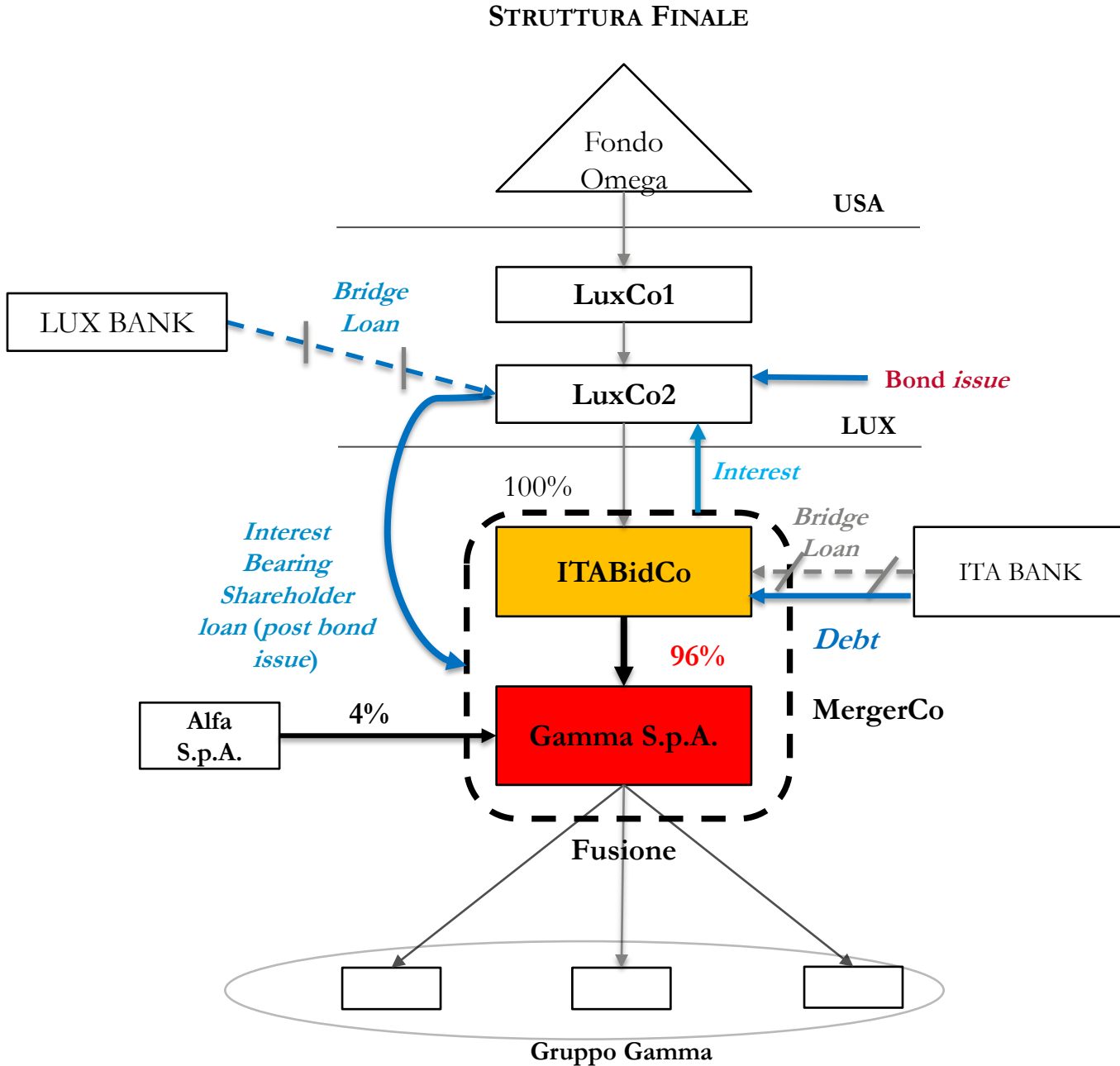
(segue) – La struttura dell’operazione

**STRUTTURA PRE-OPERAZIONE**





(segue) – La struttura dell'operazione

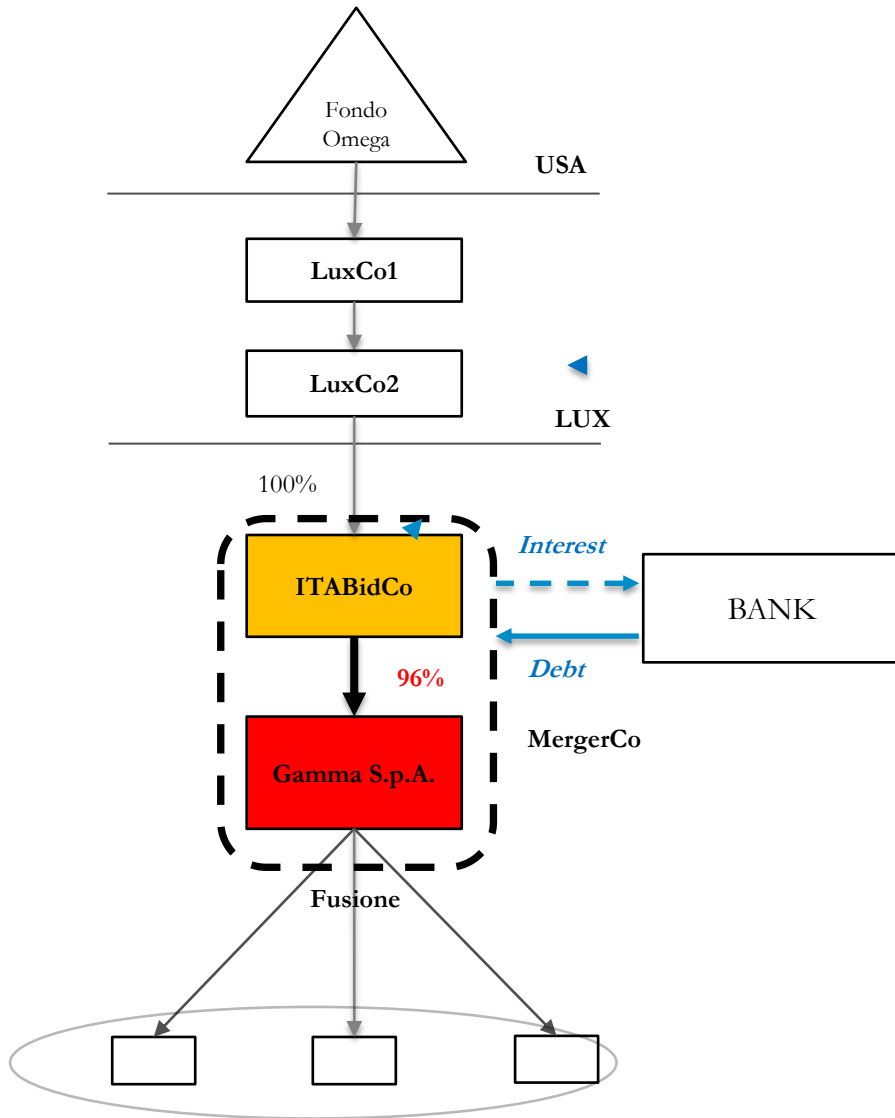


## *be* (segue) – **PARTICOLARITÀ DELL'OPERAZIONE**

- ❑ Operazione di *leveraged buy-out* realizzata secondo la Struttura 1 (acquisizione della *target* e fusione con *BidCo v. supra*).
- ❑ La particolarità consiste nelle modalità di regolamentazione dei rispettivi *bridge loans*. In particolare, LuxCo2 emette un bond, con il quale
  - ripaga il proprio *bridge loan* verso LuxBank;
  - per il residuo, finanzia MergerCo con uno *shareholder loan* che serve a ripagare il *bridge loan* verso ITA Bank.
- ❑ Aspetto rilevante: la ritenuta in uscita sui pagamenti di interessi da MergerCo a LuxCo2
  - Ritenuta ordinaria al 26%
  - Ritenuta convenzionale ridotta al 10% o esenzione ai sensi della Direttiva UE «Interessi-Royalties» solo al ricorrere di determinati requisiti (*in primis*, qualifica di «beneficial owner» di LuxCo2)

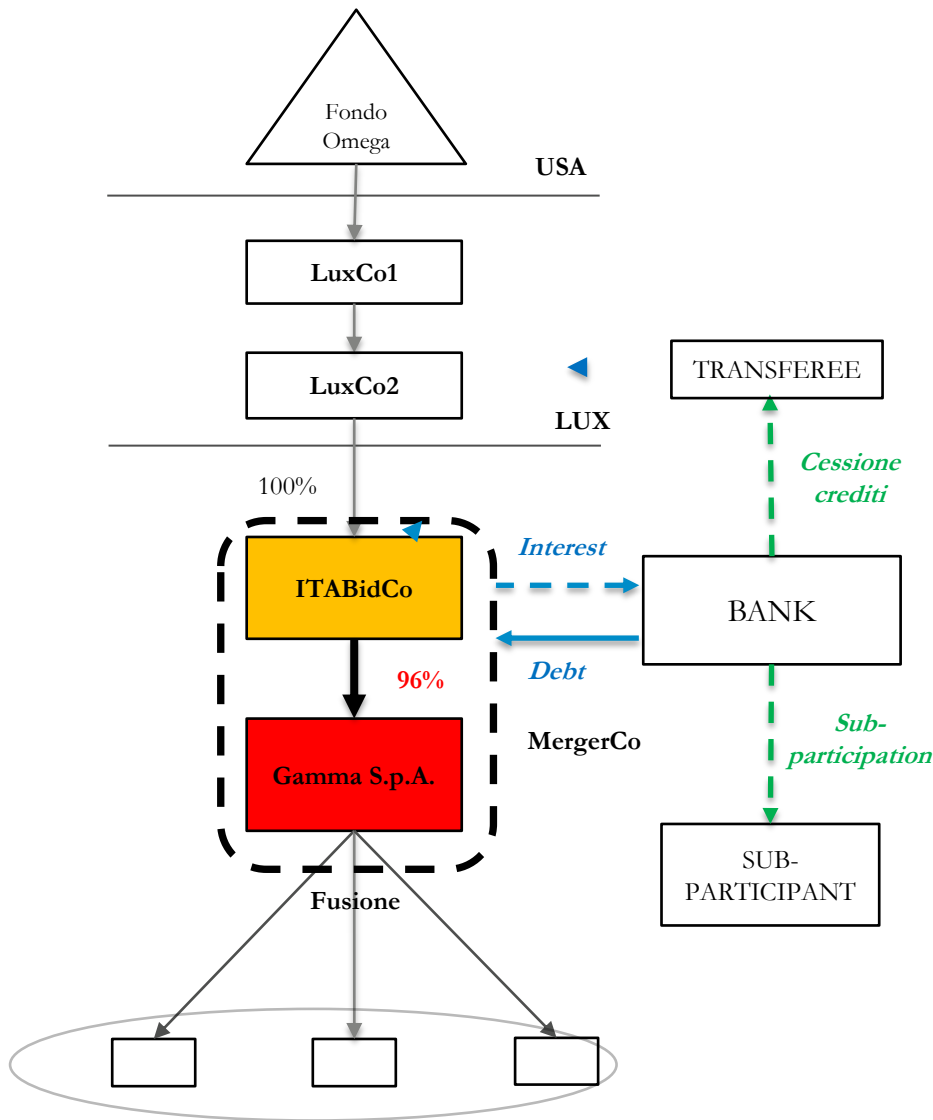
# 4. Strutture di finanziamento per l'acquisizione

## IL RIFINANZIAMENTO DEL BRIDGE LOAN MEDIANTE FINANZIAMENTO BANCARIO



- ❑ La ritenuta sui pagamenti di interessi
  - No ritenuta in caso di banca finanziatrice residente
  - Esenzione da ritenuta (*ex art. 26, comma 5-bis del DPR 600/73*) in caso di finanziamenti da parte di soggetti esteri al ricorrere di determinate condizioni:
    - ✓ Durata del finanziamento non inferiore a 18 mesi e 1 giorno
    - ✓ *Lender* «qualificato» (banche UE, «investitori istituzionali» *white-list* soggetti a vigilanza prudenziale, ecc..)
    - ✓ Status di «*beneficial owner*» del *lender*
    - ✓ *Compliance* con la riserva di attività bancaria di cui al TUB
- ❑ Imposizione indiretta sul finanziamento e sul *security package*
  - Il regime opzionale dell'imposta sostitutiva dello 0,25% sui finanziamenti a medio-lungo termine (artt. 15 e ss. del DPR 601/1973)
    - ✓ Quando conviene?
    - ✓ Requisiti applicativi e principali benefici

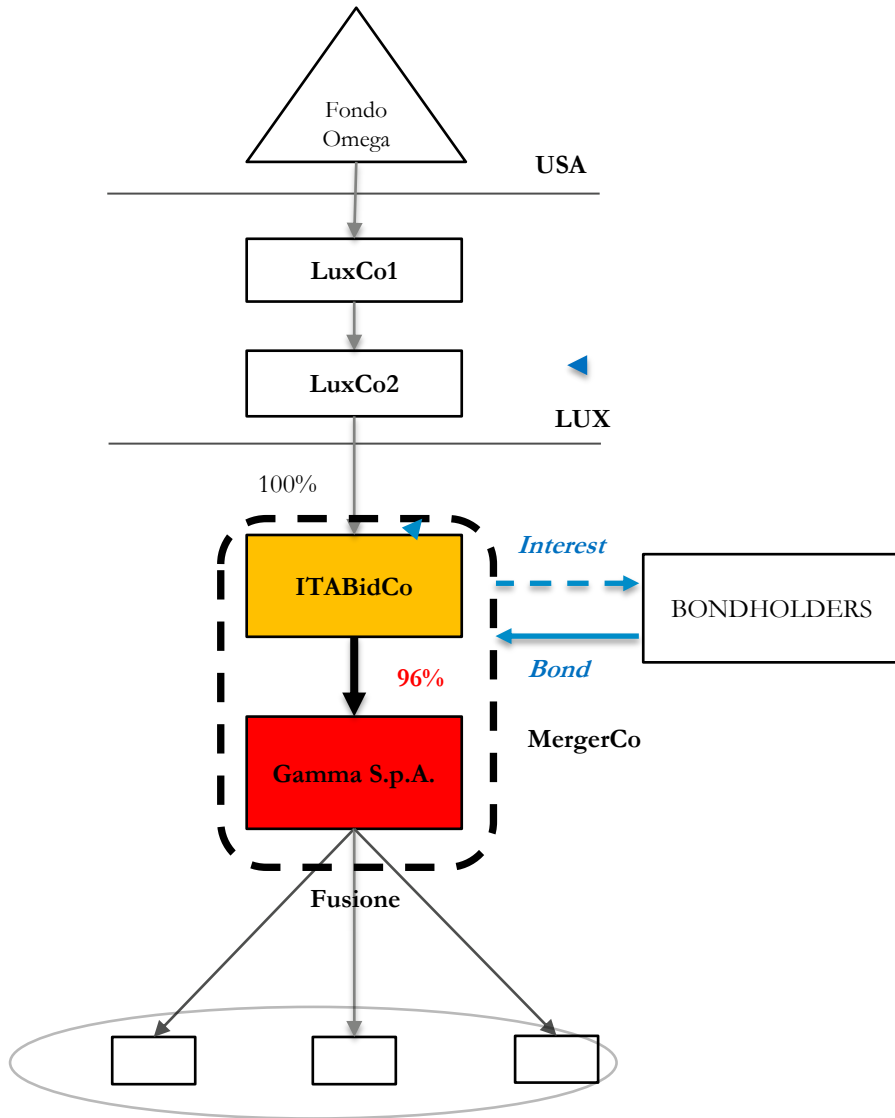
## 4. Strutture di finanziamento per l'acquisizione



### I CASI «TIPICI» DI SINDACAZIONE DEL FINANZIAMENTO BANCARIO

- CESSIONE DEI CREDITI DA FINANZIAMENTO
  - I *SUB-PARTICIPATION AGREEMENT*
- ☐ Implicazioni ai fini della ritenuta sui pagamenti di interessi
- Le condizioni per beneficiare del regime di esenzione *ex art. 26, comma 5-bis del DPR 600/73* anche in capo al *transferee/sub-participant*:
- ✓ i chiarimenti dell'Agenzia delle Entrate (Circ. 6/E del 30 marzo 2016)
  - ✓ l'interpello non pubblicato sulla cessione dei crediti da finanziamento
- ☐ Implicazioni ai fini dell'imposizione indiretta sul finanziamento e sul *security package*
- La «copertura» dell'imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio-lungo termine (*ex artt. 15 e ss. del DPR 601/73*) anche sui trasferimenti del finanziamento e delle relative garanzie

## 4. Strutture di finanziamento per l'acquisizione



### IL RIFINANZIAMENTO DEL *BRIDGE LOAN* MEDIANTE EMISSIONE DI UN *BOND*

- ❑ La ritenuta sui pagamenti di interessi
  - No ritenuta in caso di sottoscrittore «*corporate*» residente
  - Il regime di favore di cui al D.Lgs. 239/96 → esenzione da imposta sostitutiva del 26% sugli interessi su *bond* sottoscritti da soggetti non residenti, al ricorrere di determinate condizioni
    - ✓ *bond* (i) quotato su mercati regolamentati/sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) di Paesi UE o (ii) sottoscritto e detenuto da «investitori qualificati» ai sensi dell'art. 100 del TUF
    - ✓ sottoscrizione da parte di determinati investitori, fra cui «investitori istituzionali» *white list* (e.g., fondi di investimento, imprese di assicurazione)
    - ✓ Deposito dei titoli presso intermediari qualificati
- ❑ Imposizione indiretta sul *bond* e sul *security package*
  - La possibile applicazione del regime opzionale dell'imposta sostitutiva dello 0,25% *ex artt.* 15 e ss. del DPR 601/1973

# Investimenti in società da parte dei fondi e MLBO

# Agenda

- 1) LBO o MLBO?
- 2) Aspetti civilistici e contabili del MLBO
- 3) Aspetti fiscali del MLBO: tematiche per gli investimenti dei fondi di *private equity*

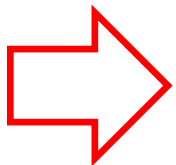
## *LBO come modalità di acquisizione da parte dei fondi*

Il *leveraged buy out* («**LBO**») è la più comune forma di acquisizione di società utilizzata dai fondi di *private equity*.

Come visto, le operazioni di LBO permettono di realizzare acquisizioni di società traendo risorse finanziarie da debiti il cui rimborso:

- i) viene **garantito dagli attivi patrimoniali** della società acquisita (c.d. «*target*»)
- ii) è **ripagato** (in tutto o in parte) **dal *cash flow* generato dalla *target*** ovvero anche dall'eventuale dismissione di attività non strategiche possedute da quest'ultima

In questo modo, per il fondo di investimento l'effetto «leva finanziaria» è massimo e consente di effettuare l'acquisizione anche con un capitale proprio minimo sfruttando la capacità di indebitamento della stessa *target*



***Break-even point***: rendimento lordo > costo del debito



## ***LBO o MLBO?***

Come già visto, successivamente all'acquisto (totale o parziale) delle partecipazioni di *target* da parte della *newco* costituita dal fondo:

- i) viene deliberata la fusione tra *newco* e *target* (c.d. «*merger leveraged buy out*»), così che il debito contratto dalla prima - e i relativi oneri finanziari - sia *de facto* trasferito e sostenuto da quest'ultima (c.d. «*debt push down*»), oppure
- ii) non si procede alla fusione (o viene rinviata a un secondo momento) e *newco* svolge funzioni di *holding* per la *target*

## *Aspetti civilistici e contabili*

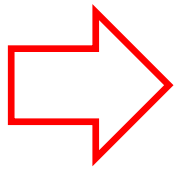
Sotto il profilo civilistico, le operazioni di MLBO sono oggetto di una disciplina *ad hoc* contenuta nell'art. 2501-bis c.c. («*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*»)

La procedura di fusione in questo caso prevede specifici adempimenti aggiuntivi rispetto a quella prevista per la fusione ordinaria:

- i. nel progetto di fusione devono essere previste e indicate le **risorse adeguate a soddisfare il fabbisogno finanziario** (complessivo) della società risultante dalla fusione («*financial plan*»)
- ii. la relazione dell'organo amministrativo deve contenere un piano che indichi le **ragioni** che giustificano l'operazione, le **fonti finanziarie** e gli **obiettivi** che si vogliono raggiungere («*business plan*»)
- iii. la relazione degli esperti deve attestare la **ragionevolezza** delle ipotesi di soddisfacimento del fabbisogno finanziario a seguito della fusione
- iv. se una delle società è sottoposta a revisione obbligatoria, una **relazione del revisore** sull'operazione deve essere allegata al progetto di fusione

## *Aspetti civilistici e contabili*

Sotto il profilo contabile il MLBO non costituisce in sé una particolarità rispetto alla disciplina ordinaria, salvo per il fatto che – di norma – si realizza mediante una **fusione c.d. «inversa»: incorporazione di *newco* da parte della *target***



consente di preservare la soggettività giuridica di quest'ultima  
(presenza di licenze, autorizzazioni, particolare «*status*», semplificazione amministrativa *etc.*)

Gli effetti economici dell'operazione sono i medesimi (e devono quindi ricevere lo stesso trattamento) di quelli che si avrebbero in caso di fusione ordinaria (Documento OIC 4: principio della prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica)

## *Aspetti civilistici e contabili*

Con la fusione inversa la società controllata incorporante si trova nel proprio patrimonio azioni proprie derivanti dalla società controllante incorporata.

L'OIC 4 ammette due modalità per finalizzare l'operazione:

- a) l'annullamento delle azioni proprie
- b) l'assegnazione diretta delle azioni proprie agli *ex* soci della controllante incorporata (tecnica utilizzata in particolare in caso di partecipazione totalitaria)

## *Aspetti civilistici e contabili*

Come nelle fusioni ordinarie, può emergere un disavanzo o un avanzo da annullamento in base al confronto tra:

- i) il **valore delle azioni proprie detenute dalla newco** (controllante incorporata)
- ii) il **capitale sociale della target** (controllata incorporante) prima della fusione

Se il valore *sub* i) risulta superiore al valore *sub* ii) si determinerà un **disavanzo da annullamento**, altrimenti si avrà un **avanzo**

Nel caso in cui la partecipazione di *newco* nella *target* non sia totalitaria può emergere un disavanzo o un avanzo da concambio, dal confronto tra:

- i) l'aumento di capitale sociale della *target* (controllata incorporante)
- ii) il PN di *newco* (controllante incorporata)

Se il valore *sub* i) risulta superiore al valore *sub* ii) si determinerà un **disavanzo da concambio**, viceversa si avrà un **avanzo**

# Esempio

**Newco**ATTIVO

Partecipaz. 100% Target S.p.A. 2.000.000

PASSIVO

Cap. soc. 200.000

Debiti 1.800.000

**Target S.p.A.**ATTIVO

Attività 2.200.000

PASSIVO

Cap. soc. 800.000

Debiti 1.400.000

Si delibera la fusione per incorporazione di *newco* nella *target* e quest'ultima, incorporante, aumenta il proprio capitale sociale in misura pari al PN (= cap.soc.) della controllante incorporata

## Esempio (segue)

*Target* rileverà tra le sue attività e passività quelle di *newco* (le azioni proprie)

<b>Azioni proprie</b>	<b>a</b>	<b>Diversi</b>	<b>2.000.000</b>
		Debiti	1.800.000
		Capitale sociale	200.000

---

A questo punto *target* provvederà ad annullare le azioni proprie

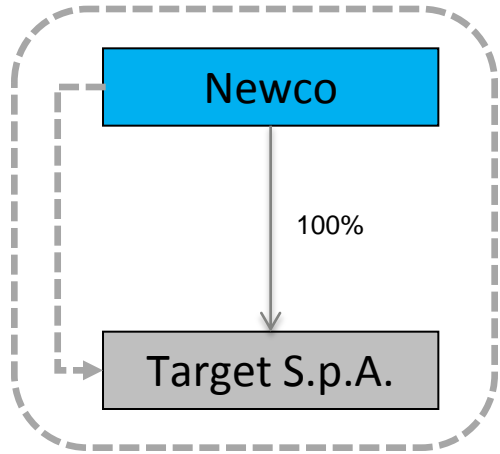
<b>Diversi</b>	<b>a</b>	<b>Azioni proprie</b>	<b>2.000.000</b>
Cap. soc. (ante fusione)			800.000
Disavanzo da annullamento			1.200.000

---

N.B. Il **disavanzo da annullamento** ha la stessa «natura» che avrebbe avuto in caso di fusione «ordinaria», pertanto ove vi siano le condizioni deve essere imputato al maggior valore dei beni dell'incorporante compreso l'avviamento (cfr. OIC 4)

# Esempio (segue)

**ANTE**



**POST**





# Aspetti fiscali

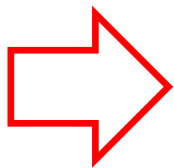
Dal punto di fiscale il MLBO ha sollevato diverse problematiche, soprattutto nell'ambito delle operazioni di *private equity*, per:

1. la possibilità di affrancamento del disavanzo eventualmente attribuibile agli *asset* o all'avviamento della *target* (controllata incorporante)
2. la deducibilità degli interessi passivi connessi all'operazione di finanziamento per l'acquisizione della *target*
3. il riporto delle perdite e delle eccedenze di interessi passivi a seguito della fusione
4. con specifico riguardo alle operazioni dei fondi di *private equity*, certi profili derivanti dalle strutture finanziarie degli investitori e finanziatori (specie se non residenti)

# 1. Affrancamento degli *asset* della *target*

La particolarità di questo aspetto risiede nel fatto che l'emersione dei plusvalori concerne gli *asset* o l'avviamento della società incorporante (appunto *target*), anziché della incorporata

L'Agenzia delle Entrate ha in un primo momento (ris. 46/E del 2009) negato la possibilità di affrancamento dei plusvalori attribuiti agli *asset* della *target*, salvo poi cambiare orientamento (ris. 111/E del 2009) e riconoscere che la fusione inversa è solo una tecnica contabile di realizzazione della fusione da cui non può dipendere di per sé il trattamento fiscale di un'operazione.



**possibilità di affrancamento fiscale del disavanzo in presenza dei presupposti civilistico-contabili (OIC 4)**

## 2. Deducibilità degli interessi passivi

La deducibilità degli interessi passivi, connessi con il debito contratto per l'acquisizione della *target* può essere ottenuta sia mediante la fusione tra quest'ultima e la *newco* (MLBO) sia mediante l'opzione per il consolidato fiscale (cfr. artt. 117 ss. e TUIR e 96, co. 5-*bis* e 7, TUIR)

In passato, il Fisco ha contestato la deducibilità degli interessi sotto 3 profili:

- i. **inerenza** degli interessi passivi (estranei all'attività della *target*)
- ii. ***transfer pricing***, attribuendo proventi «virtuali» alla *newco* per il «servizio di finanziamento» reso da parte degli investitori esteri che avevano strutturato l'operazione
- iii. presunta **natura elusiva** dell'operazione, finalizzata alla deduzione degli interessi passivi (e delle perdite) dal reddito della *target*

## 2. Deducibilità degli interessi passivi (segue)

Con la circolare n. 6/E del 2016 l'Agenzia delle Entrate ha analizzato i profili fiscali delle operazioni di MLBO in modo sistematico e ha superato le principali criticità sopra descritte:

- i) riconoscendo l'inerenza degli interessi passivi (applicabilità del principio di inerenza agli interessi passivi?)
- ii) escludendo che possa sorgere un tema di *transfer pricing* inteso come remunerazione di un servizio di *financing arrangement* (servizio caso mai usufruito e non prestato dalla *newco* a favore di soggetti controllanti, quando sia configurabile un'attività «esterna» da parte di questi ultimi per la raccolta delle risorse finanziarie laddove la *newco* non ottenga direttamente l'indebitamento necessario)
- iii) chiarendo che non possa ravvisarsi natura elusiva (di norma) nelle operazioni di MLBO (previste dal c.c. e prassi economica internazionale)

### 3. Riporto di perdite ed eccedenze di interessi passivi

Nella circolare n. 6/E viene affermato un importante principio circa la (tendenziale) non elusività delle operazioni di LBO

Questo consentirebbe il riporto di perdite nonché di eccedenze di interessi passivi (e di ACE) **anche laddove non siano soddisfatte le relative condizioni** qualitative (test di vitalità) e quantitative (limite del PN), disapplicando la norma antielusiva specifica.

E' infatti difficile riscontrare tali condizioni nella *newco*

>> necessità di interpello? No, in caso di accertamento sola applicazione della sanzione amministrativa (da € 2.000 a € 21.000)

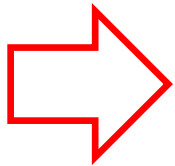
## 4. Profili fiscali degli investitori e finanziatori

La circolare n. 6/E interviene in modo approfondito su vari profili fiscali che riguardano i rapporti tra la *target* - oggetto di MLBO - e i fondi di *private equity* (specie se esteri) concentrandosi soprattutto sui seguenti aspetti:

- i. trattamento fiscale degli interessi pagati a finanziatori esteri circa l'eventuale applicazione o meno della ritenuta (v. *supra*)
- ii. riqualificazione dei **finanziamenti soci** (c.d. «*shareholder loan*») come equity e quindi degli **interessi come dividendi**
- iii. possibile indeducibilità delle ***management/other fee*** pagate alla *private equity firm* per difetto di inerenza ovvero incongruità rispetto alla normativa sul *transfer pricing*
- iv. tassazione applicabile in sede di ***exit dell'investimento*** e possibili profili di **abuso**

## 4.i Interessi pagati a finanziatori esteri

L'Agenzia ha rilevato l'illegittimità delle strutture IBLOR «opache» di sindacazione del finanziamento destinato alla *newco* o *HoldCo*

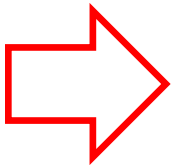


Vale per interessi anteriori all'entrata in vigore dell'art. 26, co. 5-*bis*, D.P.R. 600/1973 (2016)

## 4.ii Riqualificazione dei finanziamenti soci

Verifica dei rapporti di finanziamento (c.d. «*security package*») relativi agli *shareholder loan* qualora questi presentino caratteristiche «proprie» degli strumenti di *equity* come, ad esempio quando la remunerazione e/o il rimborso sono:

- subordinati al verificarsi di specifiche **condizioni**
- di importo variabile ma significativamente maggiore di altre forme di finanziamento (es. *high-yield bonds*)
- subordinati rispetto ad altre forme di finanziamento contratte dalla *newco/target*

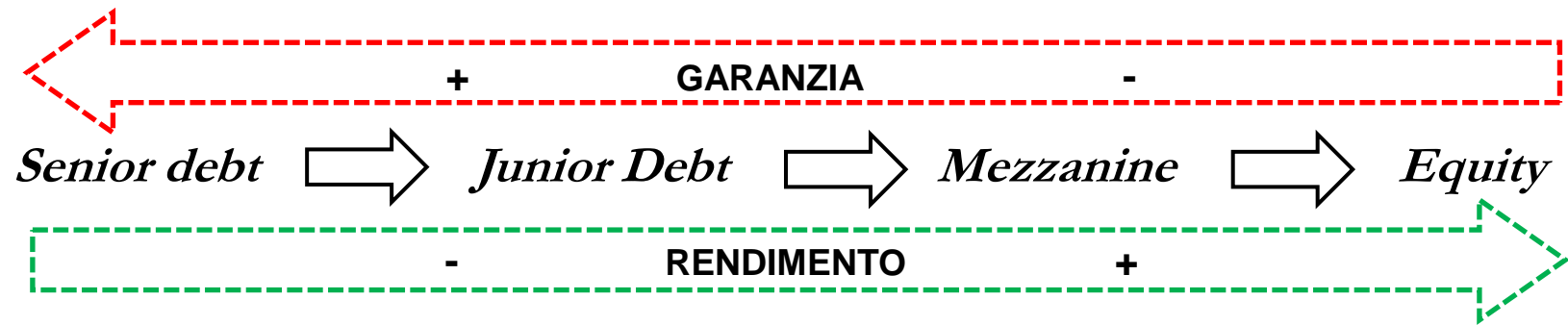


Il Fisco può riqualificare l'apporto effettuato nominalmente a titolo di debito come «capitale» e per l'effetto riqualificare gli interessi pagati (da *target* o da *newco*) come dividendi (*i.e.* ad es. non deducibili anche se danno diritto ad ACE)



## 4.ii Riqualficazione dei finanziamenti soci

Attenzione però alla composizione finanziaria delle strutture di provvista dei fondi di *private equity* che, in alcuni casi, può essere particolarmente complessa («*layers*»):



L'impostazione dell' Agenzia delle Entrate peraltro contrasta con la **definizione degli IAS/IFRS**, secondo cui sono strumenti di *equity* soltanto:

- i) quelli per i quali **non sussiste un «obbligo»** (per quanto subordinato o condizionato) alla remunerazione (bensì un procedimento organizzativo dell'ente)
- ii) quelli che rappresentano una **quota ideale del patrimonio** dell'ente al netto di tutte le passività

## 4.iii Deducibilità delle *management/other fee*

Occorre fare attenzione alle strutture di remunerazione delle c.d. *management company* (i.e. entità collegate alle *private equity firm* e facenti capo sostanzialmente ai *partner* e ai *manager* del fondo di investimento).

La remunerazione delle *management company* è determinata, in generale, da due tipologie di compensi:

- i) un **compenso fisso**, rappresentativo dei servizi di consulenza prestati a favore (a) del fondo «c.d. *management fee*» e (b) delle società partecipate c.d. «*other fee*»
- ii) un **compenso variabile**, rappresentativo invece della *performance* delle singole operazioni di investimento ovvero del complesso dell'attività di gestione del fondo c.d. «*carried interest*»

L'Agenzia delle Entrate ha sollevato criticità, sotto differenti profili, su **entrambe** queste componenti. Sul piano del trattamento fiscale di *newco* o *target* queste criticità riguardano il trattamento fiscale del compenso fisso e, in particolare, delle *other fee* pagate dalla società alla *management company*

## 4.iii Deducibilità delle *management/other fee*

In base alla regolamentazione contrattuale del fondo sono usualmente previsti dei **meccanismi di compensazione** tra le *management fee* (dovute dal fondo) e le *other fee* dovute da *target* (o *newco*) per servizi effettivamente ricevuti da queste ultime (consulenza finanziaria, nella riorganizzazione societaria, nella gestione *etc.*).

Per questo motivo l'Agenzia delle Entrate nella circolare 6/E specifica come debba essere verificata l'**effettiva deducibilità delle *other fee*** a carico della società poiché:

- i) il costo potrebbe disconosciuto *in toto* per difetto di **inerenza** qualora si riveli sostenuto nell'interesse esclusivo del fondo (e non di *target* o *newco*)
- ii) il costo potrebbe essere disconosciuto in parte, in quanto ritenuto non «congruo» sul piano della disciplina del ***transfer pricing***

Il Fisco potrebbe contestare le suddette *fee* anche ai fini della **detraibilità dell'IVA**, sia sul piano oggettivo (qualora sottendano servizi resi a favore del fondo) sia sul piano soggettivo (qualora sostenute dalla *newco* che svolga la sola attività di gestione della partecipazione ovvero anche dopo la fusione con *target*)

## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

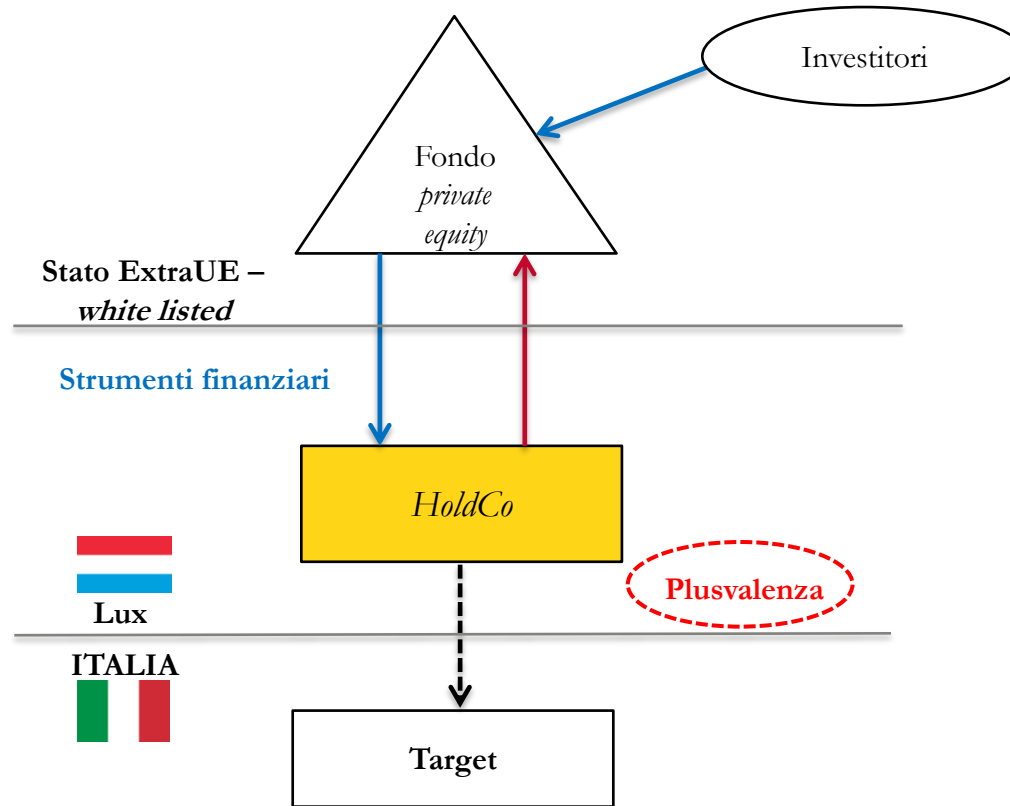
La tassazione in sede *exit* è l'aspetto più delicato delle strutture di investimento, anche perché quello in cui si concentra il realizzo del maggior valore dell'attività di *private equity*. A seconda della tipologia di fondo entro un determinato arco temporale la partecipazione detenuta in *target* viene ceduta (tutta o in parte) e il ricavato distribuito – con varie modalità – al fondo e quindi ai suoi investitori.

In base alla struttura adottata per l'investimento il realizzo della partecipazione in *target* può dare luogo essenzialmente a due tipologie di remunerazioni:

1. **capital gain**, quando a cedere la partecipazione nella *target* sia una *HoldCo* residente all'estero, di norma non tassato in Italia per effetto di DTT (ovvero normativa interna *ex* art. 5, co. 5, D.Lgs. 461/1997 in caso di partecipazioni non qualificate)
2. **dividendi**, quando a cedere la partecipazione nella *target* sia l'ulteriore veicolo *ItaHoldCo*, residente in Italia, che poi, a sua volta, distribuisce il ricavato a *HoldCo*, residente all'estero, sotto forma di dividendi (non tassati in Italia per effetto della Direttiva MF oppure soggetti a euro-ritenuta 1,2% oppure a ritenuta ridotta in base a DTT)

## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

Ipotesi 1: *HoldCo* estera vende partecipazione in *target* e distribuisce il relativo provento al fondo



## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

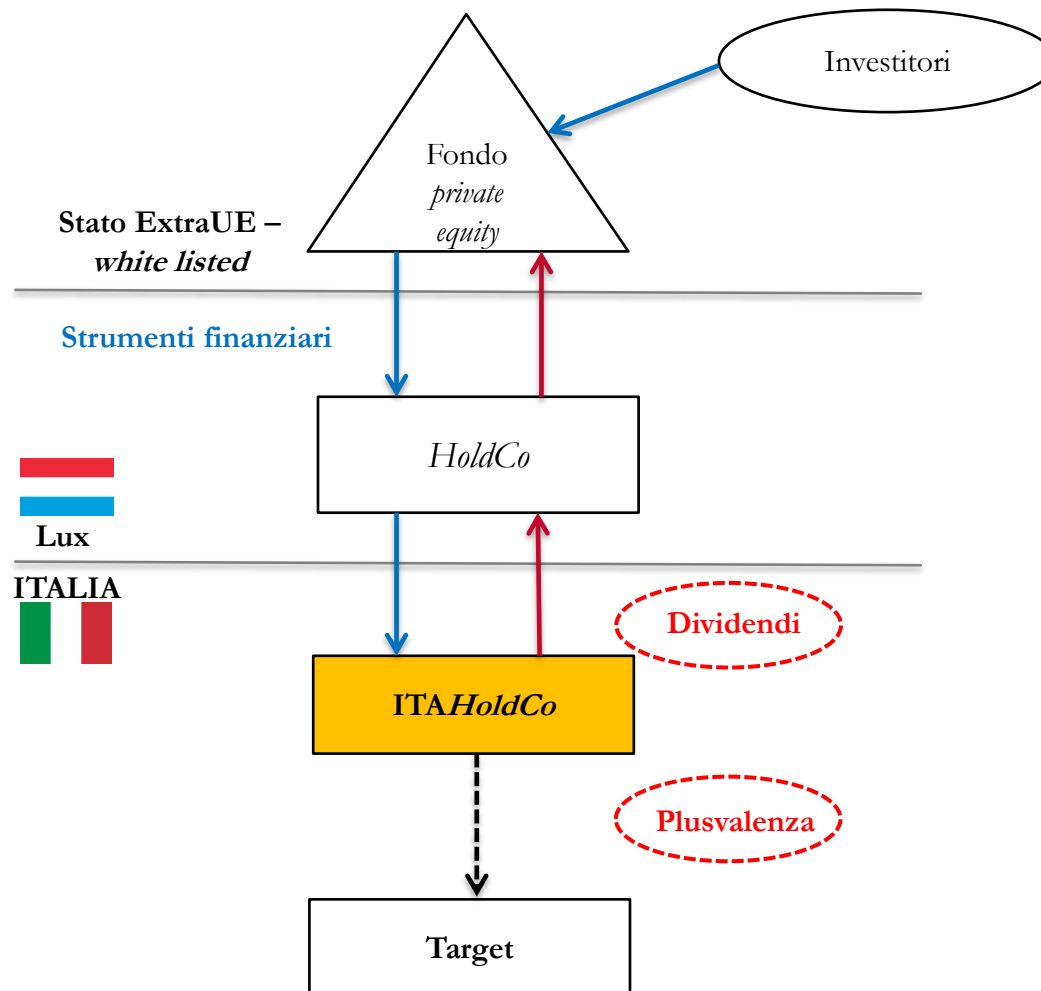
Ipotesi 1: *HoldCo* estera vende partecipazione in *target* e distribuisce il relativo provento al fondo

Il regime fiscale dell'operazione in capo a *HoldCo*:

- la **cessione della partecipazione in *target*** genera una plusvalenza fiscalmente rilevante solo in Lussemburgo, che in base a Lux- ITA DTT non è imponibile in Italia
- in Lussemburgo la plusvalenza non viene tassata (*pex*) e (generalmente) la ricchezza realizzata viene distribuita lungo la catena partecipativa che fa capo al fondo sulla base di appositi strumenti finanziari (es. CPECs, trattati come strumento di debito) o liquidata la stessa *HoldCo* senza applicazione di ritenute in uscita dal Lussemburgo

## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

Ipotesi 2 («doppia *holding*»): *ItaHoldCo* vende partecipazione in *target*, realizza una plusvalenza e distribuisce dividendi a *HoldCo*



## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

Ipotesi 2 («doppia *holding*»): *ItaHoldCo* vende partecipazione in *target*, realizza una plusvalenza e distribuisce dividendi a *HoldCo*

Il regime fiscale dell'operazione in capo a *ItaHoldCo*:

- la **cessione della partecipazione in *target*** genera una plusvalenza fiscalmente rilevante in Italia, generalmente tassata in *pex*
- *ItaHoldCo* distribuisce dividendi col ricavato della plusvalenza (ovvero viene liquidata) non assoggettati a ritenuta in uscita per effetto della Direttiva MF (art. 27-*bis* D.P.R. 600/73) ovvero soggetti a euro-ritenuta ridotta dell'1,2% (art. 27, co. 3-*ter* D.P.R. 600/73) oppure a ritenuta ridotta su base convenzionale

Il regime fiscale in capo *HoldCo* è analogo a quello illustrato nell'Ipotesi 1



## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

L'Agenzia delle Entrate nella Circ. 6/E solleva diverse criticità relativamente a questo tipo di strutture connesse alla natura di *HoldCo* che:

- 1) non dev'essere una «*conduit company*» (costruzione artificiosa), ma presentare una reale consistenza patrimoniale e organizzativa
- 2) non deve fungere da struttura finanziaria «passante» attraverso operazioni *back-to-back* sulla base di preordinate condizioni contrattuali (svolgendo cioè operazioni speculari tra entrate e uscite)

Diversamente, nell'Ipotesi 1 il Fisco può attrarre a tassazione in Italia la plusvalenza tassabile *ex* art. 23, comma 1, lett. f), del TUIR, mentre nell'Ipotesi 2 può assoggettare a ritenuta ordinaria (26%) i dividendi in uscita.

Va valutata la possibilità per gli investitori del Fondo di applicare direttamente i benefici convenzionali (approccio «*look-through*») stante la natura tendenzialmente trasparente dei veicoli di investimento collettivo del risparmio

## 4.iv Tassazione in sede di *exit* e profili di abuso

### Criticità della Circolare 6/E/2016

- Sindacato del Fisco sulla struttura della catena partecipativa per qualificare le *holding* intermedie come «*conduit company*»: in realtà questi veicoli sono fisiologicamente caratterizzati da una struttura organizzativa «leggera» per evitare che eccessivi oneri riducano la remunerazione degli investimenti
- Il disconoscimento dei benefici fiscali sui proventi da *exit*, **anche** se il fondo è situato in Stato collaborativo, può comportare una disparità di trattamento rispetto ai fondi italiani, in contrasto con la libera circolazione dei capitali
- Mentre nel caso della Direttiva MF è il contribuente a dover dimostrare la «genuinità» della struttura per effetto della quale gode dell'esenzione da ritenuta, nel caso di euro-ritenuta o DTT è il Fisco a dover dimostrare che la struttura costituisce un «abuso»
- Il principio del beneficiario effettivo in materia di *capital gain* (ma anche di dividendi) non può essere mutuato da quello applicabile agli interessi e *royalty* in quanto nel primo caso sottende un rapporto associativo – e non sinallagmatico - fisiologicamente volto alla redistribuzione della ricchezza (cfr. commentario Modello OCSE e giurisprudenza EU su libertà di stabilimento)