



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

L'operazione di Leveraged buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale

di Paola Scotto di Santolo

1. Introduzione – 2. Profili civilistici dell'operazione di Leveraged buy out – 3. Profili fiscali dell'operazione di Leveraged buy out - 3.1 Applicabilità delle limitazioni al riporto delle perdite ex art. 172 del TUIR alle società veicolo - 3.2 La deducibilità degli interessi passivi – 3.3 Quando l'operazione di Leveraged buy out configura un disegno elusivo - 4. Conclusioni

1. Introduzione

Il Leveraged buy-out, la cui traduzione è “acquisizione attraverso il debito”, è un'operazione straordinaria di ristrutturazione industriale di origine anglosassone, che ha avuto un significativo sviluppo in Italia a partire dagli anni novanta.

L'operazione consiste nell'acquisizione di un'azienda mediante ricorso ad un finanziamento che, una volta perfezionata l'acquisizione, è destinato ad essere rimborsato per la maggior parte con mezzi della società acquisita.

L'effettiva legalità dell'operazione di Leveraged buy out (L.B.O.) è stata oggetto di numerosi dibattiti in Italia in quanto parte della dottrina e della giurisprudenza avevano ravvisato il conflitto del L.B.O. con le norme civilistiche, in particolare con l'art. 2358 del codice civile il quale vietava alle società per azioni di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

La validità del L.B.O. è stata poi riconosciuta dal legislatore il quale, con la riforma del diritto societario, ha introdotto una espressa disciplina contenuta nell'art. 2501 bis del codice civile, subordinando, però, la legittimità dell'operazione ad una serie di adempimenti che

dimostrino il vantaggio economico, produttivo, imprenditoriale che con l'operazione s'intende raggiungere e l'esistenza di un congruo piano economico – finanziario.

Il L.B.O. si è quindi diffuso anche nella prassi italiana, come un flessibile strumento per le acquisizioni aziendali, non solo per raggiungere l'obiettivo del going private ovvero della trasformazione di società a capitale diffuso in società a ristretta base azionaria, che costituiva l'originario obiettivo dello strumento, ma anche per porre in essere notevoli operazioni di riorganizzazione societaria.

L'operazione di L.B.O. è considerata da molti come “una tecnica predatoria dei patrimoni societari”¹ e da alcuni additata come una delle cause della crisi finanziaria del 2008. I maggiori oppositori, infatti, imputano a questa tecnica di finanziamento la creazione di una pericolosa situazione di eccessivo indebitamento in cui si potrebbero trovare numerose aziende che pongono in essere operazioni di questo tipo, con il risultato di creare, soprattutto in periodi di recessione, un indebolimento del tessuto economico con conseguente effetto moltiplicatore.

Si procede, di seguito, ad analizzare la disciplina civilistica e fiscale dell'operazione sopra menzionata che, data la particolare complessità, si presta ad applicazioni di spiccata matrice elusiva.

2. Profili civilistici dell'operazione di Leveraged buy out

Nella prima fase i promotori dell'operazione di L.B.O. costituiscono una società (c.d. newco o società veicolo²) avente quale finalità l'acquisizione di una partecipazione totalitaria o di controllo di un'altra società già esistente (c.d. società target o bersaglio). L'acquisizione viene effettuata con limitati mezzi propri ed ingenti capitali di debito concessi dalle banche che finanziano l'operazione sulla base della capacità di indebitamento della società da acquisire (c.d. leva finanziaria³). Il debito nei confronti delle banche è garantito dal patrimonio della società da acquisire ed, infatti, sarà rimborsato con il cash flow o con la vendita dei beni di quest'ultima.

¹ P.Montalenti “Il leverage buy out” in Enc. Giur. Treccani – Roma 1999

² La società di nuova costituzione (newco) si definisce “società veicolo” in quanto rappresenta lo strumento per la realizzazione dell'operazione.

³ La leva finanziaria indica il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di un'impresa. Se il suo valore è pari a 1, tutto il capitale investito è finanziato esclusivamente dai mezzi propri, se superiore a 1, gli investimenti vengono finanziati anche con mezzi esterni. Pertanto, il suo valore aumenta proporzionalmente al crescere della dipendenza finanziaria da terzi.

L'opportunità che questa operazione offre all'acquirente è costituita dalla possibilità di effettuare l'acquisizione aziendale, che può consentirgli una dimensione più adeguata per migliorare la propria competitività, utilizzando risorse che non sono assolutamente disponibili in quanto di fatto inesistenti. In realtà questa operazione viene posta in essere spesso con finalità speculative, poiché l'acquisto della società bersaglio viene effettuato da parte della società veicolo quasi sempre senza l'esborso di significativi mezzi propri⁴.

L'operazione nella maggior parte dei casi si conclude con la fusione della società veicolo con la società bersaglio. La fusione rappresenta, infatti, l'atto finale e indispensabile per il completamento dell'acquisizione e, nella maggior parte dei casi, viene espressamente richiesto dagli istituti bancari nei più brevi tempi tecnici possibili, in modo che i flussi positivi derivanti dall'attività operativa della società target possano essere destinati al pagamento del debito bancario.

In questo caso si parla di operazione di merger leveraged buy out (a questa più ricorrente fattispecie si farà riferimento nel prosieguo della trattazione).⁵ In questo modo la società che dispone del cash flow (società bersaglio) è la stessa società gravata dal debito (società veicolo) e, pertanto, la società risultante dalla fusione avrà un debito garantito dalle sue azioni.

Proprio questa considerazione ha fatto sorgere in passato molti dubbi sulla effettiva legalità dell'operazione ed, in particolare, sulla sua conformità al disposto dell'art. 2358 del codice civile secondo il quale "la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie".⁶ Secondo parte della dottrina il L.B.O. consisterebbe in una serie di atti giuridici, legittimi se considerati singolarmente, ma illegittimi se considerati globalmente, in quanto volti esclusivamente ad aggirare il divieto di assistenza finanziaria. Quindi, se si dimostra che la fusione non è finalizzata a perseguire un interesse

⁴ Una delle più grandi operazioni di L.B.O. ha riguardato la compagnia telefonica Wind. Infatti nel 2005 la Weather Investment S.p.a, società facente capo all'imprenditore egiziano Naguib Sawiris, ha acquisito la Wind Spa, tramite un'operazione di L.B.O. Degli oltre 12 miliardi e mezzo di euro che sono serviti per completare l'operazione, solo 294 milioni di euro, ossia l'8% circa erano cash, mentre il 95% proveniva da capitale di debito messo a disposizione da tre banche che hanno finanziato l'operazione (San Paolo, ABN Amro, Deutsch Bank). In Italia importanti operazioni di L.B.O. sono state effettuate dalla Seat, Ferretti Yacht e Valentino Fashion Group.

⁵ Esistono diverse tipologie di operazioni di L.B.O.: a) Management L.B.O.: nel caso in cui tra i soci della società acquirente vi siano anche i manager della società bersaglio; b) Employee B.O.: quando in dipendenti della società bersaglio partecipano all'acquisizione; c) Family B.O.: si tratta di operazioni attraverso le quali si realizza l'acquisizione di un'impresa familiare da parte di uno dei membri della famiglia. L'operazione che più spesso viene posta in essere è quella di Merger L.B.O., ossia un'operazione che termina con la fusione tra società veicolo e società bersaglio ed a questa si farà riferimento nel prosieguo della trattazione.

⁶ Il divieto di assistenza finanziaria previsto dal codice civile è finalizzato a tutelare l'integrità del patrimonio sociale per assicurare la garanzia patrimoniale dei creditori e dei soci, ad impedire agli amministratori di effettuare manovre elusive sui titoli della società ed ad evitare eccessivi indebitamenti che possono minare la stabilità dei mercati dei capitali.

economico, si può dedurre che l'intera operazione viene posta in essere solo allo scopo di traslare sul patrimonio della società bersaglio il costo dell'acquisizione della stessa. Pertanto, l'operazione di L.B.O., secondo questa dottrina, realizza un negozio in frode alla legge e, come tale, nullo.

Secondo altri autori ⁷ l'operazione di L.B.O. non contrasta il dispositivo dell'art. 2358 del codice civile. Infatti, prima dell'acquisizione, quando la società veicolo s'indebita, la società bersaglio è totalmente estranea all'operazione di finanziamento. L'unica operazione che compie la società bersaglio è la fusione, che è un'operazione tipizzata dal legislatore, legittima e di per sé neutra. Dopo la fusione la società bersaglio non esiste più, in quanto incorporata nella società veicolo e, pertanto, le garanzie eventualmente costituite dalla società veicolo a garanzia del finanziamento assunto per acquistare la società bersaglio non costituiscono atti di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie.

Con la riforma del diritto societario (Dlgs 6/2003 in vigore dal 01 gennaio 2004) la tesi a favore della legalità dell'operazione di L.B.O. ha trovato conferma nell'art. 2501 bis del codice civile. La disciplina di cui all'art. 2501 bis cod. civ. rubricato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" si applica, ai sensi del comma 1, all'operazione di "fusione tra società una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione, il patrimonio di quest'ultima venga a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti". La fattispecie oggetto della disciplina contenuta nell'articolo indicato coincide con lo schema del Merger L.B.O. di cui, quindi, il legislatore ha fornito una definizione, sebbene in maniera non espressa. L'operazione viene considerata lecita dal legislatore purché siano rispettate alcune specifiche modalità procedurali e di informazione previste per tutelare soci e creditori, relative soprattutto alla parte conclusiva dell'operazione, ossia alla fusione per incorporazione. Gli strumenti di tutela predisposti dal legislatore consistono in una serie di obblighi di informazione posti a carico degli amministratori delle società coinvolte nella fusione al fine di evidenziare le motivazioni economiche e gli aspetti finanziari dell'operazione.

In particolare è previsto: a) l'indicazione nel progetto di fusione delle "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione". La dizione ampia e generica di risorse finanziarie utilizzata dal legislatore consente di includere sia i flussi di cassa che potrà generare la società bersaglio con la sua attività caratteristica, sia i proventi derivanti da eventuali dismissioni di cespiti aziendali non strategici, sia l'effettuazione di altre operazioni finanziarie come l'emissione di prestiti o obbligazionari;

⁷ Favorevoli all'operazione, fra gli altri: CAMPOBASSO, Diritto Commerciale, Torino, 2001; DI SABATO, Manuale delle società, Torino, 1999.

b) la spiegazione nella relazione degli amministratori delle “ragioni che giustificano l'operazione” e del “piano economico e finanziario con indicazione delle risorse e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere”. Le ragioni giustificatrici dell'operazione dovranno essere individuate con riferimento non alla semplice operazione di fusione ma all'intera operazione di L.B.O.; c) che la relazione degli esperti attesti e confermi la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione; d) che, qualora sia coinvolta una società quotata, venga allegata al progetto di fusione la relazione della società incaricata della revisione contabile obbligatoria (della società bersaglio o della società veicolo), la quale dovrà attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, con particolare riferimento alle modalità di rimborso del finanziamento.

Tutti questi obblighi dovrebbero svolgere una funzione sostanzialmente preventiva, fungendo da deterrente per operazioni prive di reali ragioni sotto il profilo economico-imprenditoriale. La riforma impone una maggiore trasparenza ed un maggior rigore nell'effettuazione di operazioni di leveraged buy out soprattutto in merito all'aspetto finanziario dell'operazione. Considerato che la società risultante dalla fusione è sempre più indebitata, al fine di garantire una tutela sostanziale dei creditori ed il buon funzionamento del mercato, il legislatore ha dato molta importanza alla previsione delle modalità di rimborso dei finanziamenti ricevuti per acquistare il controllo della società target. In realtà la norma non risolve la questione relativa alla legittimità dell'operazione ma si limita a fissare delle condizioni, per cui non è possibile una valutazione sulla liceità o meno dell'operazione di L.B.O. che non sia legata alle caratteristiche che presenta nel caso concreto.

L'eventuale violazione delle norme contenute nell'art. 2501 – bis del codice civile comporterà la nullità della deliberazione di fusione. Tuttavia, nel caso l'atto di fusione venga stipulato ed iscritto nel Registro delle imprese, la nullità sarà sanata a norma dell'art. 2504 – quarter⁸ del codice civile, salvo il risarcimento dei danni spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione.

E' importante evidenziare che recentemente l'art. 2358 del codice civile è stato modificato dal D.lgs n.142 del 2008 (in attuazione della direttiva comunitaria 2006/68/CE). Con la nuova formulazione dell'articolo, il compimento da parte delle società per azioni di operazioni di assistenza finanziaria è lecito ma subordinatamente al verificarsi di alcune condizioni. Infatti gli amministratori devono presentare l'operazione all'assemblea straordinaria attraverso una relazione che evidenzia le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali, l'interesse per la società ed i rischi

⁸ L'art. 2504 quarter (invalidità della fusione) dispone: “ 1. eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata. 2. resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione.”

per la liquidità e solvibilità della società stessa, nonché il prezzo al quale il terzo acquisterà le azioni. Il legislatore delegato sembra aver seguito un ragionamento analogo a quello che ha portato all'introduzione dell'art. 2501 bis del codice civile, non identificando le fattispecie legittime e quelle illegittime, ma limitandosi a regolare il processo attraverso il quale la società può concedere prestiti e garanzie per l'acquisto e la sottoscrizione delle azioni proprie. La norma fa salva l'applicabilità dell'art. 2501 bis per cui l'operazione di L.B.O. sarà disciplinata dall'art. 2501 bis del codice civile e, per quanto concerne le specifiche garanzie rilasciate dalla società bersaglio per l'acquisto delle proprie azioni, dall'art. 2358 nella nuova formulazione.

In conclusione, per effetto della normativa civilistica indicata, l'operazione di L.B.O. può essere considerata legittima se basata su un programma imprenditoriale concreto finalizzato a realizzare una riorganizzazione societaria e solo se l'operazione viene posta in essere nel rispetto di specifici adempimenti a tutela dei soci e dei creditori previsti dal legislatore per salvaguardare l'equilibrio finanziario della società.

3. Profili fiscali dell'operazione di Leveraged buy out

L'operazione di L.B.O. ed, in particolare, quella di Merger Leveraged buy out, presenta molti interessanti riflessi fiscali. Innanzitutto la fusione deliberata in seguito ad un'operazione di L.B.O. consente di sfruttare le norme che regolano le operazioni straordinarie. Pertanto si analizzerà se le limitazioni al riporto delle perdite contenute nell'art. 172 del TUIR si applicano anche alle società veicolo neocostituite per la realizzazione di un'operazione di merger leveraged buy out. Successivamente verrà analizzata la fiscalità degli interessi passivi che nell'operazione di L.B.O. assume un ruolo fondamentale perché, come si è visto, si è di fronte ad acquisizioni di partecipazioni che avvengono grazie all'intervento di istituti di credito con rilevante addebito di costi finanziari. Infine verrà analizzato il caso in cui l'operazione configura un disegno elusivo.

3.1. Applicabilità delle limitazioni al riporto delle perdite ex art. 172 del TUIR alle società veicolo

Sotto il profilo fiscale, la fusione deliberata in seguito ad un'operazione di L.B.O. consente di sfruttare le norme che regolano le operazioni straordinarie, ispirate, alla piena neutralità impositiva.

Come è noto, le disposizioni limitative al riporto delle perdite fiscali nel caso di operazioni di fusione, contenute nell'art. 172, comma 7 sono disposizioni antielusive finalizzate ad evitare che siano poste in essere operazioni di fusione al solo scopo di recuperare le perdite fiscali. Innanzitutto la norma consente il riporto delle perdite per la parte che non eccede l'ammontare del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio, o, se inferiore, dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501 quarter del codice civile. Per evitare aggiramenti del vincolo patrimoniale, la norma prevede di non tener conto dei conferimenti e versamenti fatti nei ventiquattro mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa. Inoltre, il riporto delle perdite è condizionato all'esistenza di determinati indici di vitalità economica della società in perdita. Dal conto economico relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata devono risultare un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica, nonché un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, superiore al 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi.

Ai fini che qui interessano, occorre verificare se le limitazioni al riporto delle perdite contenute nell'art. 172 del TUIR si applicano anche alle società veicolo neocostituite per la realizzazione di un'operazione di merger leveraged buy out. La società veicolo, che è stata costituita allo scopo di procedere all'acquisizione della società bersaglio, presenta nella maggior parte dei casi notevoli perdite fiscali dovute agli ingenti oneri finanziari connessi con l'operazione di finanziamento, oltre che ai costi sostenuti per il compimento dell'operazione (costi per consulenze legali, per notai, ecc). Inoltre, poiché la società veicolo è stata costituita appositamente per il compimento dell'operazione, probabilmente, non evidenzia costi per il personale, né ricavi derivanti dalla gestione caratteristica e, pertanto, non potrebbe superare il test di vitalità economica previsto dall'art. 172 del TUIR. Anche il c.d. "requisito patrimoniale", rappresentato dal limite del patrimonio netto, sottraendo dal valore dello stesso i conferimenti e versamenti effettuati negli ultimi ventiquattro mesi, non può essere rispettato in quanto il patrimonio della società risulta costituito dai conferimenti eseguiti in sede di costituzione del veicolo, che vengono effettuati immediatamente prima dell'acquisizione, quindi tipicamente nello stesso anno in cui interviene la fusione o nella frazione d'anno precedente quando l'iter temporale previsto dall'art. 2501 e ss. del Codice Civile non permette il completamento della fusione nel medesimo periodo.

In realtà, la ratio della norma è quella di contrastare il cosiddetto commercio delle “bare fiscali”, ossia di quelle società prive di capacità produttiva, la cui unica “ricchezza” è rappresentata dalle perdite fiscali, in quanto con la fusione si realizza la compensazione intersoggettiva di queste perdite con gli utili imponibili dell’altra società.

Nel caso esaminato la società veicolo non configura l’ipotesi di “bara fiscale”, visto che è stata costituita per il compimento di un’operazione prevista dall’art. 2501 bis del codice civile. Pertanto, nel caso in cui le perdite siano state generate esclusivamente dagli oneri finanziari ed accessori connessi all’operazione di L.B.O., la società risultante dalla fusione potrebbe ragionevolmente chiedere la disapplicazione della normativa antielusiva contenuta nell’art. 172, comma 7 del TUIR, effettuando un’istanza di interpello disapplicativo ai sensi dell’art. 37 bis, comma 8, del D.P.R. 600/73. Naturalmente la Direzione Regionale delle Entrate competente per domicilio fiscale valuterà tutti gli elementi per comprendere se nella particolare fattispecie proposta non possano verificarsi gli effetti elusivi che la norma stessa intende contrastare.

Inoltre, occorre osservare come nell’ordinamento tributario esista la possibilità dell’utilizzo “intersoggettivo” delle perdite fiscali all’interno dei gruppi societari, per effetto dell’opzione per la tassazione di gruppo prevista dagli artt. 117 e ss. dei T.U.I.R.

Infatti l’opzione per il consolidato fiscale consentirebbe, nell’ambito di un’operazione di L.B.O., la compensazione degli imponibili della società veicolo (in perdita) e della società target (in utile) per tre anni, per poi successivamente addivenire alla fusione per incorporazione.

A tal proposito di recente l’Agenzia delle Entrate nella circolare n.9 del 9 marzo 2010 ha chiarito la disciplina della riportabilità delle perdite nel caso in cui società che aderiscono al consolidato fiscale nazionale effettuano operazioni di aggregazione aziendale. In presenza di operazioni di fusione e scissione che riguardano società che partecipano al consolidato fiscale è necessario coordinare le norme proprie delle operazioni straordinarie (limitazioni ex art. 172 del TUIR) con le norme proprie del consolidato. In tema di consolidato fiscale nazionale, l’art. 118, comma 2, del TUIR stabilisce che “le perdite fiscali relative agli esercizi anteriori all’inizio della tassazione di gruppo possono essere utilizzate solo dalle società cui si riferiscono”, prevedendo, quindi, un limite all’utilizzo di perdite fiscali anteriori all’ingresso nel gruppo.

L’Agenzia, quindi, in questa circolare, evidenzia che nel caso in cui società che aderiscono al medesimo consolidato fiscale effettuano operazioni di aggregazione aziendale che non interrompono la tassazione di gruppo, i limiti alla riportabilità delle perdite si applicano solo a quelle precedenti all’esercizio dell’opzione per il consolidato e non a quelle maturate negli esercizi in cui è valida l’opzione. In quest’ultimo caso non possono verificarsi manovre elusive. Infatti, il principale vantaggio che consegue un gruppo societario quando opta per il regime del

consolidato fiscale e, quindi, determina un unico reddito complessivo globale dato dalla somma algebrica dei redditi complessivi netti delle società partecipanti, è proprio quello di utilizzare immediatamente le perdite fiscali delle società partecipanti in diminuzione dei redditi posseduti dalle altre società del gruppo. Quindi, come precisa l'Agenzia, "il ricorso all'operazione straordinaria non consente alcun vantaggio ulteriore, in termini di recupero delle perdite conseguite in vigenza dell'opzione, che le norme sul consolidato già non consentano".

Resta naturalmente impregiudicato il potere di accertamento dell'Amministrazione finanziaria, ai sensi dell'art. 37 bis del DPR 600/73, nel caso di operazione strumentalmente realizzate alla vigilia della cessazione del consolidato, o da società successivamente fuoriuscite dal perimetro di consolidamento.

3.2 La deducibilità degli interessi passivi

Nell'operazione di leveraged buy out la fiscalità degli interessi passivi assume un ruolo fondamentale perché, come si è visto, si è di fronte ad acquisizioni di partecipazioni che avvengono grazie all'intervento di istituti di credito con rilevante addebito di costi finanziari.

Una fondamentale problematica strettamente connessa con la deducibilità degli interessi passivi riguarda l'inerenza. L'art. 109, comma 5, del TUIR, dispone che "le spese e gli altri componenti negativi diversi dagli interessi passivi tranne gli oneri fiscali, contributivi e di utilità sociale, sono deducibili se e nella misura in cui si riferiscono ad attività o beni da cui derivano ricavi o altri proventi che concorrono a formare il reddito o che non vi concorrono in quanto esclusi. Se si riferiscono indistintamente ad attività o beni produttivi di proventi computabili e ad attività o beni produttivi di proventi non computabili in quanto esenti nella determinazione del reddito sono deducibili per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e altri proventi che concorrono a formare il reddito d'impresa o che non vi concorrono in quanto esclusi e l'ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi..". L'espressione "diversi dagli interessi passivi" contenuta nella citata norma ha generato dibattiti poiché, secondo il tenore letterale della norma, tali componenti negativi di reddito sembrerebbero sfuggire a qualsiasi sindacato di inerenza. In realtà, l'esclusione degli interessi passivi dal novero dei costi cui si applica il comma 5 dell'art. 109 non esclude per tali componenti negativi il giudizio di inerenza, ma comporta l'applicabilità agli interessi passivi della

autonoma disciplina contenuta nell'art. 96 del TUIR.⁹ Il principio di inerenza non va cercato in una norma specifica del TUIR, ma è da ritenersi un principio generale immanente nella determinazione del reddito d'impresa.¹⁰ La fonte della regola dell'inerenza risulta, pertanto, insita nella disciplina del reddito di impresa rappresentando quel necessario collegamento che ci deve essere tra un componente economico e l'attività esercitata. L'inerenza non ha dunque bisogno di esplicite disposizioni normative in quanto discende dalla stessa logica di imposizione del reddito.

Il controllo di inerenza consiste, quindi, nel verificare l'inerenza del debito, cui gli interessi si riferiscono. Dopo aver superato il test di inerenza è possibile valutare la deducibilità degli interessi passivi. Tale impostazione è stata anche confermata dalla Legge finanziaria 2008 che ha sancito la necessità dell'inerenza.

La Finanziaria 2008, con una completa riscrittura dell'art. 96 del TUIR e dopo aver abrogato le disposizioni che regolavano la deducibilità degli interessi passivi sulla base della thin capitalization (art. 98) e del pro-rata patrimoniale (art. 97), ha modificato integralmente dal 01.01.2008 le regole di deducibilità degli interessi passivi in ambito IRES, legandola con il Risultato Operativo Lordo (ROL). Gli interessi passivi e gli oneri assimilati (commissioni max scoperto, disagio su prestiti obbligazionari, ecc...) risultanti dal conto economico sono sicuramente deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi ad essi assimilabili iscritti nel conto economico stesso. Stabilita, quindi, la quota sicuramente deducibile, l'eventuale eccedenza rispetto a tale quota può essere dedotta solo per un importo non superiore al 30% del Risultato Operativo Lordo (ROL)¹¹ della gestione caratteristica, aumentato per il 2008 di 10.000 euro e per il 2009 di 5.000 euro. Gli interessi passivi e gli oneri finanziari assimilati, che non è stato possibile dedurre in un esercizio per incapienza rispetto al 30% del ROL, possono essere dedotti nei periodi d'imposta successivi nel limite dell'eccedenza di ROL che dovesse

⁹ In tal senso ZIZZO in "Il reddito d'impresa", FALSITTA in "Manuale di Diritto tributario", STEVANATO in "Dialoghi tributari" n.6/2008.

¹⁰ D. STEVANATO, R.LUPI "Passi in avanti sull'inerenza degli interessi passivi" in Dialoghi Tributari n.6/2008 - R.LUPI "Limiti alla deduzione degli interessi e concetto generale di inerenza" in "Corriere tributario" n.10/2008; C. ATTARDI "Reddito d'impresa: interessi passivi ed inerenza. Note a margine del disegno di legge Finanziaria 2008" in "Il Fisco" n. 40/2007.

¹¹ Nell'ambito di questa nuova normativa sulla deducibilità degli interessi passivi in ambito IRES, vengono anche definiti alcuni concetti tra cui quello di ROL da utilizzarsi solo per l'applicazione di questa normativa specifica: il risultato operativo lordo da utilizzare per il calcolo del 30%, allo scopo di determinare la quota deducibile degli interessi passivi, deve essere calcolato partendo dall'art. 2425 c.c. considerando la differenza tra l'aggregato A (Valore della produzione) e l'aggregato B (Costi della produzione), depurando il risultato ottenuto dagli ammortamenti dei beni materiali e immateriali (voci 10, a) e b) dell'aggregato B) e dai canoni di leasing di beni strumentali (comprensivi di oneri) (voce B8).

formarsi anno per anno, qualora il 30% dello stesso fosse superiore agli interessi passivi del periodo, dopo averne dedotto la quota sicuramente deducibile pari agli interessi attivi e proventi assimilati.

Tale normativa si applica, per espressa previsione legislativa, anche alle società che detengono partecipazioni in società esercenti attività diversa da quella creditizia e finanziaria, e, quindi, anche alle newco in caso di operazioni di L.B.O.

Pertanto, in seguito alla riforma delle regole di deducibilità degli interessi passivi, le operazioni di L.B.O. sono state fortemente scoraggiate, considerata l'impossibilità di dedurre gli interessi passivi nei primi anni successivi all'acquisto, proprio nel periodo in cui le difficoltà operative e finanziarie sono maggiori.

3.3 Quando l'operazione di L.B.O. configura un disegno elusivo

La legittimità del L.B.O. è subordinata ad una serie di adempimenti finalizzati a dimostrare l'effettiva sostanza economica dell'operazione. In particolare, la disciplina civilistica prevede l'obbligo per gli amministratori di indicare le ragioni che giustificano l'operazione e descrivere gli obiettivi che si intendono raggiungere. La legittimità dell'operazione deriva, quindi, dal fatto che tutta l'operazione venga posta in essere per realizzare un preciso programma imprenditoriale, basato su valide ragioni economiche. Considerata la piena legittimità del L.B.O. sul piano civilistico e la circostanza che questa operazione presenta, per espressa previsione dell'art. 2501 bis del codice civile, delle valide ragioni economiche, queste devono essere valutate anche sul piano fiscale.

Sotto il profilo fiscale, in assenza di valide ragioni economiche l'amministrazione finanziaria può disconoscere l'effetto di tale operazione ai sensi dell'art. 37-bis del D.P.R. n. 600/1973, secondo il quale sono inopponibili all'amministrazione finanziaria gli atti, fatti e negozi, anche collegati tra di loro, che siano contemporaneamente: privi di valide ragioni economiche, diretti ad aggirare norme tributarie e volti ad ottenere una riduzione del carico fiscale altrimenti indebita.

L'operazione di L.B.O. può essere considerata elusiva nel caso in cui, ad esempio, sia stata posta in essere al solo scopo di abbattere il reddito imponibile della società operativa con gli interessi passivi dei prestiti ottenuti per finanziare l'operazione, oppure se c'è identità tra gli soci della Newco ed i soci della Target.

Come ha sostenuto la Direzione Regionale della Lombardia, in risposta ad un interpello disapplicativo ai sensi dell'art. 37 bis del DPR 600/1973 presentato da un contribuente nel 2009, l'operazione di Merger Leveraged Buy Out non configura un disegno elusivo quando contemporaneamente si ravvisino i seguenti elementi: a) l'acquisto della società target avviene tra soggetti giuridicamente indipendenti b) il finanziamento per effettuare l'acquisizione viene erogato da un istituto di credito e non dai soci stessi c) la fusione è finalizzata a permettere il rimborso del debito utilizzando la liquidità generata dalla società target.

Il fatto che l'operazione complessiva avvenga tra soggetti non collegati e la circostanza che il finanziamento (necessario per l'acquisto della società target) non sia erogato dagli stessi soci della società veicolo ma da istituti bancari consentono di escludere un utilizzo dell'operazione di LBO strumentale alla conversione di dividendi in interessi passivi. Infatti gli utili della target che affluiscono ai soci non si qualificano come dividendi ma come interessi passivi che questa corrisponde ai soci che hanno provveduto al finanziamento, interessi passivi che, naturalmente, la società può dedurre.

In conclusione, affinché l'operazione possa essere considerata legittima e non elusiva è necessario che la traslazione del debito non sia il fine esclusivo dell'operazione bensì uno dei mezzi idonei ad effettuare una riorganizzazione societaria, sostenuta da valide ragioni economiche e da concrete esigenze imprenditoriali.

4. Conclusioni

L'operazione di L.B.O. è stata definita "una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani"¹². Alcuni economisti hanno perfino ritenuto che tra le cause della crisi finanziaria del 2008 vi fosse il fallimento di alcune società che si erano fortemente indebitate per porre in essere operazioni di L.B.O.

D'altra parte diversi studi aziendalistici hanno riconosciuto l'importanza e l'utilità del L.B.O. come modello per l'acquisizione di aziende, affermando che tale operazione può

¹² Cottino, Diritto Commerciale- Le società

rappresentare un importante stimolo per la crescita economica , come dimostrato dai risultati economici realizzati dalle società oggetto di L.B.O.¹³

Sul piano fiscale l'appetibilità dell'operazione di L.B.O. si è notevolmente ridotta in seguito alle norme introdotte con la riforma fiscale. Il legislatore, da un lato, attraverso la riforma societaria, ha dato piena ed espressa legittimità alle operazioni in parola, tramite l'art. 2501-bis del codice civile, d'altra parte sul piano fiscale ha introdotto limiti sempre più stringenti alla deducibilità degli interessi passivi, rendendosi probabilmente conto delle notevoli potenzialità elusive, con la conseguenza di penalizzare le operazioni in esame.

Sicuramente è innegabile che in alcuni casi le operazioni di L.B.O. siano state fallimentari ed abbiano comportato un notevole indebitamento ed il fallimento delle società acquisite. Tuttavia singoli episodi negativi non possono indurre a condannare un'operazione di ristrutturazione aziendale che può essere utile per ridurre i costi e migliorare l'efficienza in un contesto sempre più competitivo caratterizzato dalla internazionalizzazione e globalizzazione dell'economia. Infatti, gli scenari economici internazionali caratterizzati da un unico mercato globale nel quale devono competere tutti i soggetti economici determinano la necessità di ristrutturazioni aziendali che consentano limiti dimensionali atti a permettere la permanenza sul mercato e a conseguire maggiori livelli di redditività e competitività. Piuttosto il legislatore potrebbe meglio disciplinare questa tipologia di operazione a livello civilistico e fiscale per consentire alle imprese di porle in essere, garantendo al tempo stesso la stabilità dei mercati finanziari.

¹³ Ad esempio in tal senso l'indagine L.E.K. effettuata su operazioni di acquisizione societaria tramite la leva del debito compiute in Italia dal 2000 al 2008. In Italia importanti operazioni di L.B.O. sono state effettuate dalla Seat, Ferretti Yacht e Valentino Fashion Group.

