



Newsletter n. 2/2025

***Reinvestimenti di minoranza e operazioni infragruppo nel leveraged buy out***

Nel *merger leveraged buy out* (“MLBO”), il reinvestimento di minoranza del cedente nella società veicolo (“SPV”) - attuata con l’intento di configurare un nuovo assetto proprietario della società obiettivo (“Target”) e comportante un effettivo “change of control” - non integra un’ipotesi di abuso del diritto.

Questo il principio affermato dall’Agenzia delle Entrate nella risposta del 9 dicembre 2024, n. 251.

La precisazione in esame sembra porre fine ad una situazione di incertezza in merito alla disciplina fiscale del MLBO in merito al quale era sorto, negli ultimi anni, un intenso dibattito del quale è opportuno riassumere gli elementi essenziali.

Come noto le operazioni di MLBO sono operazioni straordinarie mediante le quali le partecipazioni della società obiettivo operativa, detta Target, vengono acquisite facendo ricorso prevalentemente a finanziamenti bancari (*leveraged*) convogliati in un veicolo societario all’uopo costituito (SPV). Tali finanziamenti sono garantiti con gli asset o le partecipazioni della società acquisita. L’operazione solitamente si conclude con la fusione inversa dell’SPV nella Target al fine di veicolare il debito e gli interessi passivi verso una realtà operativa (“MergerCo”) capace di “assorbirli” (cd. *debt push down*).

L’Agenzia delle entrate, nella circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 ha escluso che la deduzione degli interessi passivi e il riporto di perdite pregresse da parte di MergerCo possano configurare un’ipotesi di abuso del diritto. In questo senso, infatti, “*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*”.

In tale Circolare, tuttavia, l’Agenzia delle Entrate ha fatto salve le ipotesi di elusione nelle quali siano riscontrabili “*specifici profili di artificiosità dell’operazione, così come posta in essere nel caso concreto, come nel caso in cui all’effettuazione dell’operazione di LBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società target*”.

STUDI COLLEGATI  
LINKED LAW FIRMS

ARGENTINA  
Buenos Aires  
Cordoba  
Mendoza  
Rosario  
Salta

AUSTRIA  
Wien

BRAZIL  
São Paulo  
Rio de Janeiro

CHILE  
Santiago de Chile

CHINA  
Beijing  
Shanghai

COLOMBIA  
Bogotá

CZECH REPUBLIC  
Prague

ECUADOR  
Quito

GREECE  
Athens

INDIA  
Mumbai  
New Delhi

IRELAND

MÉJICO  
Ciudad de Méjico

PANAMA  
Ciudad de Panama

PERÙ  
Lima

POLAND  
Warszawa

UNITED KINGDOM  
London

SWITZERLAND  
Bern  
Zurich

UKRAINA

URUGUAY  
Montevideo

VENEZUELA  
Caracas



Tale precisazione ha ingenerato notevoli dubbi negli operatori, proprio con riferimento alle ipotesi di reinvestimenti di minoranza del soggetto cedente.

È infatti frequente, nell'ambito del cd. *private equity*, che il precedente titolare delle partecipazioni nella Target reinvesta in una partecipazione di minoranza nell'SPV poi incorporata dalla Target. Spesso, infatti, i fondi di investimento pretendono, nell'ottica di ottenere una certa continuità imprenditoriale, che i precedenti titolari della società obiettivo continuino a far parte della compagine sociale quali soci di minoranza.

Si è posto dunque il problema di stabilire se, sulla base della Circolare, tali ipotesi di reinvestimento, assolutamente fisiologiche nella comune prassi di mercato, potessero ancora essere oggetto di contestazione.

Non era inoltre chiaro se, in caso di contestazione, potesse essere oggetto di recupero la totalità degli interessi passivi relativi all'indebitamento contratto o solo la cd. "quota parte" riferibile al reinvestimento di minoranza del socio uscente.

Invero, la giurisprudenza di merito aveva significativamente ridimensionato l'ampiezza del perimetro dell'elusione, limitando le ipotesi di contestabilità ai casi in cui non si realizzi il cambio di controllo (CTP di Milano 14 febbraio 2014, n. 1527; CTP di Milano 2 dicembre 2014, n. 10694; CTP di Milano 23 marzo 2015, n. 2737; CTR della Lombardia 10 dicembre 2015, n. 9999; CTR della Lombardia 6 luglio 2016, n. 3985; CTR della Lombardia 12 febbraio 2021, n. 554/2021; CTR della Lombardia 12 febbraio 2021, n. 554/2021). Il principio era stato riconosciuto anche dalla Corte di Cassazione nella ordinanza del 1° marzo 2022, n. 6623.

Nonostante l'orientamento giurisprudenziale formatosi, non era tuttavia chiaro se l'Agenzia delle Entrate avrebbe o meno perpetuato la propria posizione. La questione è stata appunto oggetto della risposta in commento.

Con la risposta a interpello del 9 dicembre 2024 n. 251, l'**Agenzia delle Entrate** analizza una complessa un'operazione di **fusione a seguito di acquisizione con indebitamento** (cd. **Merger Leveraged Buy Out**) a cui partecipa il medesimo soggetto che controlla la società obiettivo e ritiene che l'operazione complessiva non sia abusiva ma idonea a consentire il perseguimento di finalità economiche rilevanti per quanto riguarda la mancanza degli specifici profili di artificiosità.

L'Agenzia delle Entrate ritiene che l'operazione di **MLBO** rappresentata non sia suscettibile di una valutazione antiabuso complessiva: all'effettuazione dell'operazione ha concorso il medesimo soggetto (ALFA) che già controllava direttamente la società target. Tuttavia, l'**operazione di MLBO** ha determinato un mutamento nel controllo della società target, da un



controllo totalitario di ALFA ad un controllo congiunto con un nuovo socio (GAMMA).

Pertanto, secondo l’Agenzia delle Entrate, il criterio discrezionale dirimente per affermare l’elusività o meno di un’operazione è la sussistenza di un effettivo *change of control*. In presenza di tale cambiamento, la legittimità dell’operazione non viene meno neppure laddove sia ravvisabile un reinvestimento di minoranza del socio uscente. Di conseguenza gli interessi passivi contratti per l’acquisizione saranno deducibili per il loro intero ammontare.

\*\*\*

È interessante notare come nel caso in esame si verificasse il passaggio da una situazione di controllo individuale ad un controllo congiunto (cd. “*joint venture*”). A maggior ragione, il principio formulato dall’Agenzia delle Entrate dovrebbe trovare applicazione in caso di trasferimento del controllo.

Invece, sempre sulla base del principio adottato dall’Agenzia delle Entrate, sembrerebbe esclusa la deducibilità degli interessi passivi contratti per operazioni effettuate nell’ambito del gruppo (cd. “MLBO infragruppo”). La questione è stata peraltro già esaminata dall’Agenzia delle Entrate nella risposta 21 marzo 2022, n. 142, con esiti non favorevoli per il contribuente.

È auspicabile che, anche con riferimento alle operazioni di MLBO infragruppo, l’Agenzia delle Entrate attenuai la propria posizione, riconoscendo la deducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti, quantomeno laddove questi ultimi siano reperiti da fonti terze, con il dimostrabile fine di consentire l’operazione.

*autore*

*Francesco Nicolosi*