SHOPWKI.it
LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWKI - La libreria del professionista

VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO

SOMMARIO

Il Leveraged Buy-Out
Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive

	Introduzione	*5*
I	L'acquisto di aziende con ricorso all'indebitamento: il concetto di "leva finanziaria", le diverse forme di LBO e le origini storiche	*8*
II	Il patrimonio della società target quale garanzia per l'*acquisition financing*	*14*
III	Le strutture utilizzate nella prassi per l'acquisizione e la fiscalità connessa	*22*
IV	Il finanziamento dell'operazione e la fiscalità connessa	*31*
V	La posizione dell'Amministrazione finanziaria	*35*
	Conclusioni	*49*
	Appendice	
	- Risoluzione 28 marzo 2013, n. 20/E	*50*
	- Sentenza Cassazione civile, 3 febbraio 2010, n. 2440	*53*
	- Sentenza Commiss. Trib. Prov. Varese, 8 febbraio 2010, n. 37	*56*
	- Sentenza Commiss. Trib. Prov. Milano, 23 dicembre 2010, n. 321	*60*
	- Sentenza Cassazione civile, 21 gennaio 2011, n. 1372	*64*
	- Sentenza Commiss. Trib. Reg. Lombardia, 13 aprile 2011, n. 36	*69*
	- Sentenza Commiss. Trib. Reg. Lombardia, 5 marzo 2012, n. 26	*88*
	- Sentenza Commiss. Trib. Reg. Piemonte, 24 agosto 2012, n. 39	*92*
	- Sentenza Commiss. Trib. Prov. Milano, 27 febbraio 2013, n. 57	*98*
	- Sentenza Commiss. Trib. Prov. Milano, 14 febbraio 2014, n. 1527	*108*

il fisco

Servizio Clienti
Il numero telefonico
dell'Ufficio Abbonamenti è:
199.164.164
(€ 0,1188 + IVA a min. da rete fissa senza scatto alla risposta,
da rete mobile il costo dipende dall'operatore utilizzato)
Fax 06.20.381.253

Una copia € 9,90
Arretrato € 11,50

Tutti i prezzi sono Iva inclusa

Fascicolo incluso nel prezzo dell'abbonamento alla rivista "*il fisco*" rinnovato anticipatamente

Concessionaria esclusiva per la distribuzione nelle edicole "m-dis Distribuzione Media S.p.A.", Milano, Via C. Cazzaniga, 19; Tel. 02.25.82.1

Pubblicità: db Consulting Srl Events & Advertising
Via L. Gasparotto, 168 - 21100 Varese;
Tel. 0332 282160 - Fax 0332 282483
www.db-consult.it - e-mail: info@db-consult.it

Stampa: CALEIDOGRAF S.r.l.
Via Milano, 45 - 23899 Robbiate (LC)

Registrazione presso il Tribunale di Roma n. 16620 del 22 dicembre 1976

Iscrizione al R.O.C. n. 5782 del 2005

Editore: Wolters Kluwer Italia S.r.l., Viale Maresciallo Pilsudski, 124 - 00197 Roma

Direttore responsabile: Giulietta Lemmi

Redazione: Viale Maresciallo Pilsudski, 124,
00197 Roma Tel. 06.20.381.463
- Fax 06.20.381.229
Rivista fondata nel 1977.

Giugno 2014 **4**

PREMESSA

Il presente elaborato è frutto del lavoro della Commissione Imposte dirette – Operazioni straordinarie dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, di cui fanno parte i seguenti componenti:

- *Francesca Aiello*
- *Massimiliano Amodio (membro esterno)*
- *Leonardo Aquilani*
- *Antonio Astengo*
- *Andrea Cinti*
- *Gian Marco Committeri*
- *Cristiano Fasanari*
- *Barbara Fasoli Braccini*
- *Riccardo Gabrielli*
- *Angelo Garcea (membro esterno)*
- *Alessandro Giannelli (Segretario)*
- *Nicola Martucci*
- *Giuseppe Molinaro*
- *Marco Murolo*
- *Fabio Romoli*
- *Guido Rosignoli (Vice-Presidente)*
- *Alberto Santi (Presidente)*
- *Guido Zavadini*

Hanno contribuito, in particolare, alla redazione del presente documento Gian Marco Committeri, Barbara Fasoli Braccini, Riccardo Gabrielli ed Alberto Santi. Particolari ringraziamenti vanno a Gian Marco Committeri che ha coordinato il lavoro della Commissione ai fini della redazione del presente elaborato.

Le tesi qui riportate non impegnano in alcun modo il Consiglio dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma né i suoi componenti.

INTRODUZIONE

Con l'espressione Buy-Out si suole indicare non tanto una singola operazione quanto piuttosto un complesso di operazioni che possono assumere forme diverse, ma che sono accomunate dal medesimo fine: acquisire una partecipazione, sovente di controllo o addirittura totalitaria, in una determinata società, denominata "bersaglio" (target company).

La peculiarità del Leveraged Buy-Out (LBO) sta nel fatto che l'acquisizione viene finanziata con un significativo ricorso al debito, il cui rimborso è previsto - successivamente all'acquisizione - attraverso i flussi di cassa prodotti dalla target e/o con la dismissione dei beni (non strategici) della stessa (c.d. asset stripping)[1]. Si tratta, quindi, di un'operazione la cui finalità consiste nel determinare un effetto traslativo in grado di trasferire l'indebitamento contratto per l'acquisizione sulla medesima società bersaglio con l'obiettivo di asservire i relativi flussi di cassa (ordinari ovvero frutto di riorganizzazioni straordinarie) al pagamento del debito.

Tale tecnica è nata negli Stati Uniti agli inizi degli anni '60 e si è sviluppata in modo significativo alla metà degli anni '80 in un contesto economico propizio, caratterizzato da abbondante liquidità, costo del denaro basso, congiuntura favorevole, propensione al rischio imprenditoriale ed un approccio di erogazione del credito basato non sulle tradizionali garanzie, ma sulla qualità del progetto e sulle prospettive di crescita[2].

La peculiarità del ricorso all'indebitamento, come detto tipico delle operazioni di LBO, ha suscitato ampio dibattito a livello internazionale circa l'ammissibilità o meno dell'operazione, soprattutto in periodi di recessione economica. Gli oppositori, infatti, imputavano alla specifica tecnica di acquisizione la situazione di eccessivo indebitamento in cui versavano numerose aziende, mentre gli operatori del settore continuavano a considerarla come uno strumento valido e quasi indispensabile per poter procedere alle acquisizioni di aziende.

Nel nostro Paese, invece, il dibattito si è concentrato più che altro sulla legittimità dell'operazione e, più esattamente, sull'eventuale contrasto tra il LBO ed il divieto di assistenza finanziaria, ossia il divieto di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie da parte della società acquisita, contenuto nell'art. 2358, comma 2, del Codice Civile. Tale dibattito, come si dirà infra, sembra aver trovato una sistemazione definitiva con l'emanazione del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, concernente l'attuazione della delega di riforma del diritto societario, che ha previsto l'introduzione nell'ordinamento nazionale di una specifica disposizione che legittima definitivamente l'operazione di Leveraged Buy-Out.

---

[1] Si riportano, a titolo esemplificativo le diverse definizioni di LBO fornite da primari siti italiani. Per www.borsaitaliana.it, il *Leveraged Buy-Out* è un'«acquisizione attraverso debito. In sostanza tale procedura consiste in una complessa serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società»; per www.aifi.it si tratta di una «tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito, che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa»; secondo www.ilsole24ore.com , «si ha un LBO quando un'azienda viene acquisita da un investitore o gruppo di investitori che finanziano l'acquisizione indebitandosi (facendo quindi 'leva' col debito). Il corollario, naturalmente, è che la nuova azienda che si viene a formare si troverà appesantita da questo debito. (…). I casi di LBO sono più frequenti quando le condizioni creditizie sono espansive, il danaro costa poco e la propensione al rischio è alta».

[2] Un'operazione storica è quella che nel 1989 ha avuto ad oggetto la conglomerata USA Nabisco, quotata al NYSE, acquistata dalla società di investimento Kolberg Kravis Roberts (meglio nota come "KKR") per un valore complessivo di oltre 31 miliardi di dollari, l'80% dei quali finanziati attraverso indebitamento.

L'utilizzo della particolare tecnica di acquisizione è spesso considerata, a torto, come un patrimonio pressoché esclusivo dei fondi di private equity (o, meglio, dei fondi di buy out) mentre in realtà l'acquisizione di aziende con ricorso all'indebitamento avviene frequentemente anche nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria, poste in essere da imprese o da gruppi societari.
Le operazioni di LBO hanno sempre dovuto fare i conti con le regole fiscali, soprattutto in materia di deducibilità degli interessi passivi e, più in generale, degli oneri finanziari connessi all'operazione. È chiaro, infatti, che la possibilità di dedurre gli oneri finanziari consente di ridurre il costo effettivo dell'indebitamento con un effetto positivo sul cash flow e, quindi, sul rendimento dell'operazione per il soggetto acquirente.
L'obiettivo della presente monografia è quello di analizzare la tecnica del LBO, le sue specificità e gli obiettivi, razionali ed economicamente significativi, che si prefiggono i diversi soggetti che pongono in essere queste operazioni per valutare poi le tematiche fiscali sulle quali, ad oggi, sussistono posizioni divergenti tra gli operatori economici e l'Amministrazione finanziaria.
Vale evidenziare che le riflessioni che seguono presuppongo che le operazioni di LBO perseguano finalità coerenti con gli obiettivi degli investitori e della target e non, ovviamente, la mera estrazione di valori a beneficio dei soci con depauperamento della società.

La Commissione Imposte dirette – Operazioni straordinarie
dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma

Il Presidente
Dott. Alberto Santi

SHOPWKI.it
LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWKI - La libreria del professionista

VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO