

SHAREHOLDER LOANS: potere di riqualificazione e natura economica dell'operazione

di Stefano Morri, Stefano Guarino

di Stefano Morri, Stefano Guarino

Con la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016, l'Agenzia delle Entrate è intervenuta sul tema del leverage buy-out, chiarendo alcuni aspetti in merito ai profili giuridici e fiscali connessi all'operazione, ma – nel contempo – dando spazio ad altrettante incertezze.

Nello specifico, nonostante l'indiscusso pregio per avere riconosciuto – apertis verbis - la liceità fiscale dell'operazione, la circolare sembra preannunciare – al paragrafo 3.3 - un nuovo argomento giuridico da porre a sostegno di potenziali future contestazioni, fondato sulla possibilità di riqualificare i finanziamenti erogati da soci esteri (cd. shareholder loans) in apporti di capitale, con indubbe ripercussioni sul piano fiscale

Introduzione

Con la circolare n. 6/E del 30 marzo 2016, l'Agenzia delle Entrate è intervenuta sul tema del leverage buy-out (nel seguito anche "LBO") confermando, in linea di principio, la liceità fiscale delle operazioni di acquisizione con indebitamento, allo scopo di ridurre le criticità operative che hanno inciso negativamente sullo sviluppo del settore del private equity in Italia.

Un indubbio pregio dell'intervento è stato, senz'altro, quello di definire – chiaramente - i tratti caratteristici dell'operazione di "acquisizione con indebitamento", identificata come "l'acquisizione di un'azienda o di una partecipazione (totalitaria o di controllo) in una determinata società", finanziata "in parte, anche minima" mediante capitale proprio, ed in parte mediante prestiti onerosi.

E' in questo contesto che l'Agenzia afferma che gli interessi passivi derivanti da prestiti contratti dallo Special Purpose Vehicle ("SPV") per l'acquisizione delle partecipazioni sono in linea di principio "funzionali all'acquisizione della target company" e devono essere considerati "inerenti e quindi deducibili" (ovviamente, nei limiti posti dall'art. 96, co. 4, del T.U.I.R. e dalle regole sul Transfer Pricing), inducendo a ritenere superate, in parte, alcune posizioni assunte nel passato sul tema da parte dell'amministrazione finanziaria . Sulla base di ciò, dunque, sarebbe lecito prevedere un contenimento dei futuri possibili accertamenti relativi ad operazioni di LBO, se non ci si spingesse più oltre nella analisi della circolare.

Nel paragrafo 3.3, come anticipato, l'Agenzia introduce un ulteriore possibile profilo di contestazione, da porre a fondamento dei futuri accertamenti: la riqualificazione degli

shareholder loans erogati da soci esteri, in apporti di capitale, richiamando, a tal fine, i principi OCSE in materia .

In particolare, la riqualificazione dovrebbe operare al ricorrere di alcuni indici "obiettivi" (come definiti dalla stessa Agenzia), quali (i) la previsione che il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi sia rinviato a data successiva al rimborso integrale del capitale ed al pagamento degli interessi dovuti ai terzi finanziatori; (ii) la circostanza che gli indici finanziari definiti nei financial covenants (che definiscono le condizioni di default) non comprendano nella definizione di debito ed in quella di interessi il debito per finanziamento soci e gli interessi per finanziamento soci; (iii) il pagamento degli interessi ed i rimborsi di capitale siano sottoposti alle medesime restrizioni a cui sono sottoposti i dividendi e le riduzioni del capitale e delle riserve tecniche.

Sembra, pertanto, che l'Agenzia, nel tentare di tracciare una linea di demarcazione tra finanziamento/apporto di capitale abbia, tuttavia, ignorato i criteri che stanno a fondamento della distinzione tra debt ed equity, ed ampiamente condivisi dagli operatori del settore giuridico, economico e finanziario (oltre che confermati dall'OCSE).

1. Riqualificazione degli "shareholder loans".

I finanziamenti erogati da parte dei soci esteri (cd. shareholder loans), costituiscono per i soci una variante alla iniezione di capitale. Se da un lato è evidente la differenza sotto il profilo fiscale tra debt ed equity (i.e. il primo genera interessi passivi, deducibili da parte del finanziatore, a differenza di quanto avviene per i dividendi), dall'altro, non è condivisibile l'argomento utilizzato dall'Agenzia per procedere alla riqualificazione. A tal riguardo, l'Agenzia afferma che al fine di poter determinare se la forma di debito (debt) sia conforme o meno alla sua sostanza economica sia "necessario focalizzare l'attenzione sulla possibilità – al ricorrere di particolari ed eccezionali circostanze – di riqualificare le operazioni di finanziamento in apporti di capitale sulla scorta delle indicazioni contenute nelle Linee Guida OCSE, ai paragrafi, 1.64-1.67".

Tale circostanza eccezionale si verifica - a parere dell'Agenzia - in tutti quei casi di "mancata corrispondenza tra la forma giuridica dell'operazione e la sua sostanza economica" e, precisamente, nel caso di "finanziamento soci alimentato da risorse finanziarie riconducibili a quelle messe a disposizione dagli investitori" "tenendo conto delle modalità con cui tali risorse si inseriscono nella più ampia struttura del finanziamento erogato dai terzi finanziatori".

Nella sostanza, l'Agenzia giunge, dunque, a riqualificare in equity ogni erogazione di denaro da parte del socio estero, ponendo alla base di esso un non meglio comprensibile "argumentum ad hominen", che conduce a discriminare la persona del socio estero (in veste di finanziatore) rispetto a qualsiasi altro soggetto che eroghi un finanziamento.

2. IAS 32: "debt" e "equity" a confronto

Al riguardo, occorre notare come, sia a livello contabile che fiscale, il criterio cardine da impiegare per distinguere cosa tra equity e debt è di natura "oggettiva" (non già "soggettiva", come paventato dall'Agenzia) ed è esplicitato all'interno dello IAS 32. Alla base del principio contabile internazionale vi è il criterio secondo cui costituisce strumento di "equity" qualunque contratto che rappresenti una quota ideale di partecipazione alle attività residue di un'entità, dopo aver estinto tutte le passività. Tale definizione si fonda sull'idea della suddivisione delle pretese sul patrimonio dell'entità in diverse classi, secondo

un ordine di precedenza che lascia all'ultimo posto le pretese rappresentative dell'equity.

Nello specifico, lo IAS 32, fornisce una definizione di strumento di "equity" in "negativo", prevedendo che, uno strumento finanziario è di "equity" solo se non include alcuna obbligazione contrattuale a

(i) consegnare disponibilità liquide (o altra attività finanziaria) ad un'altra entità;

(ii) a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità, che sono potenzialmente sfavorevoli all'emittente. A dispetto dell'elevato tecnicismo, la nozione si colloca comunque all'interno della tradizionale "buffer function" accordata allo strumento di capitale, in relazione alla capacità di assorbire il rischio delle perdite, ossia di partecipare alla loro copertura. In sintesi: sono strumenti rappresentativi di equity (capitale e patrimonio) quelli per i quali la società non ha alcun obbligo contrattuale di effettuare alcun pagamento o prestazione, ma può effettuarli a favore di chi li detenga, qualora sia stato attuato un procedimento organizzativo dell'entità emittente, totalmente libero nel suo svolgimento e risultato (e.g., delibera di distribuzione degli utili), al cui perfezionamento il diritto del detentore di tali strumenti è interamente subordinato. In questi casi non è infatti concepibile che il detentore degli strumenti sia creditore di alcuna somma o dell'esecuzione di alcuna prestazione, posto che il suo diritto dipende da una condizione potestativa che non può, per la legge italiana, essere apposta a un diritto di credito (art. 1355 codice civile).

3. Rendimenti e "waterfall": l'oggettiva distinzione operata dal mercato finanziario.

Di contro, nel principio contabile non viene dato alcun rilievo ad elementi soggettivi – i.e. la condizione o meno di socio da parte del soggetto che eroga il finanziamento – che non trovano spazio nella identificazione della natura di debt o equity. A rimarcare l'arbitrarietà della posizione assunta dall'Agenzia, vi è - ad abundantiam – la constatazione che l'impiego dei criteri individuati dallo IAS 32 trova pieno riconoscimento nel mercato finanziario. Segnatamente, la composizione dell'investimento di un fondo di private equity risulta generalmente basato su modelli di ingegneria finanziaria, che vedono il ricorso a strutture di finanziamento complesse (cd. layers) di investimento, quali Senior debt (rimborso con priorità su tutti gli altri debts), Junior debt (rimborso subordinato rispetto ai Senior, ma con preferenza su Mezzanine ed Equity), Mezzanine (che accomunano sia profili di debt che di equity), Equity .

Anche nell'ambito del mercato finanziario, la differenza tra equity e debt è fondata su parametri oggettivi, che trovano diretto riscontro nel rendimento derivante dal prodotto stesso (i.e. maggiore è il rischio di perdita legato all'investimento, maggiore è il rendimento promesso).

Segnatamente, sotto il profilo della remunerazione, la diversa propensione al rischio – molto bassa, nel caso di senior debt e massima, nel caso di equity – comporta una distribuzione cd. "a cascata" (cd. waterfall distribution), del rendimento generato dall'investimento, in base alla quale: nel caso di investimento in Senior Debt, l'expected return può oscillare attorno al 5%-13%; per il Mezzanine dal 13% al 25%; per l'Equity a partire dal 25%.

Conclusioni

Sulla base di quanto esposto, non si comprende come gli "indici obiettivi" identificati dall'Agenzia delle Entrate siano in grado di legittimare una riqualificazione complessiva dello shareholder loan in equity.

Al fine di poter attribuire la natura di equity ad uno shareholder loan, sarebbe necessario dimostrare che la sostanza economica dell'operazione differisca dalla forma assunta, ossia (i) che lo strumento finanziario deve essere catalogato tra gli equity (e non tra i loans) sulla base dei criteri individuati dallo IAS 32 (non avendo la società alcun obbligo contrattuale di effettuare alcun pagamento o prestazione); ed, in aggiunta (ii) che il rendimento riconosciuto per quel rischio, sia pari a quello che sarebbe riconosciuto ad uno strumento di equity (i.e. a partire dal 25%).

L'ulteriore perplessità deriverebbe dal fatto che il potere di riqualificazione dell'Agenzia potrebbe essere applicato solamente sugli shareholder loans caratterizzati da un elemento di internazionalità, in quanto fondato sul "potere" conferito dalle Linee Guida in tema di Transfer Pricing (per definizione, applicabili solo a soggetti stabiliti stati diversi). Se il criterio ispiratore dell'azione dell'Agenzia fosse "oggettivo" non si comprende perché gli shareholder loans privi di elementi di transnazionalità non debbano essere soggetti al medesimo trattamento (a fortiori, in assenza di qualsivoglia riferimento, nella circolare, a potenziali profili elusivi legati agli shareholder loans, e assoggettabili al nuovo art. 10-bis dello Statuto del Contribuente). Senza considerare la potenziale violazione all'esercizio della libera circolazione dei capitali che tale "discriminazione" sembrerebbe creare.

In mancanza delle condizioni (i) e (ii) non si vedono criteri oggettivi da porsi a fondamento della azione riqualificatrice dell'Agenzia dell'Entrate, bensì, al contrario, solo profili soggettivi, fondati sulla qualità di socio, che di per sé non sembra in grado di supportare una azione dalle conseguenze altrimenti inique per il contribuente (in particolare, nel caso in cui l'amministrazione fiscale dello stato estero non dovesse condividere la "riqualificazione" operata dall'Agenzia) quali la riqualificazione (che comporta una inevitabile intrusione nell'autonomia contrattuale privata).