

IL PUNTO SU...

Merger Leveraged Buy Out e doppio debt push down, tra fisiologica riorganizzazione internazionale e valide ragioni economiche

di Emanuele Artuso e Inge Bisinella - 3 marzo 2026

1. Sintesi della risposta. Con la recente Risposta ad interpello (*ex art. 11, comma 1, lett. c*), L. n. 212/2000, c.d. Statuto dei diritti del contribuente), n. 956-302/2025, l’Agenzia delle Entrate accoglie le indicazioni fornite dall’Atto di Indirizzo del Ministero delle Finanze del 27 febbraio 2025, prot. n. 7, con riguardo all’art. 10-bis Statuto, in tema di abuso del diritto.

La risposta verte su un tema di notevole complessità, che comporta significative ricadute sul piano tanto sistematico, quanto operativo. Infatti, in seno ad una articolata operazione transnazionale di MLBO (che sarà subito riassunta nei propri termini essenziali) – volta a sostenere la crescita industriale di un gruppo multinazionale, avente la propria capogruppo residente in Svizzera ma vantante significative interessenze anche in Italia – viene chiesto all’Amministrazione finanziaria se sia abusiva (o meno) la deduzione degli interessi passivi in Italia (*ex art. 96 TUIR*), maturati in occasione del finanziamento soci concesso dalla società istante (elvetica) a favore di una società veicolo (italiana) che procede ad acquisire la target (del pari italiana); la concatenazione si conclude con il MLBO, di cui all’art. 2051-bis c.c.

Più nel dettaglio, nell’assetto così impostato si registra un doppio *debt push down*, dal momento che:

- a) *debt push down* n. 1: prima, la holding capogruppo svizzera trasferisce alla società controllata operativa (e che presenta l’istanza di interpello), sempre di diritto svizzero, il finanziamento ricevuto da un consorzio di banche elvetiche,
- debt push down* n. 2: poi, l’operativa svizzera/istante lo trasferisce a propria volta alla società veicolo italiana, quale soggetto deputato all’acquisto della target, società terza e altrettanto operativa, residente in Italia.

Conviene da subito precisare che, tramite un percorso argomentativo pienamente convincente, l’Agenzia delle Entrate non considera abusiva la deduzione di interessi passivi, e ciò in forza (i) sia dell’analisi degli elementi sostanziali della fattispecie concreta, (ii) sia della valorizzazione dell’assetto interpretativo offerto dal recente Atto di indirizzo del Ministero dell’Economia e delle Finanze, 27 febbraio 2025, prot. n. 7 (oltre che della valorizzazione della nota e consolidata circ. n. 6/E/2016).

Quella scrutinata costituisce una operazione tutt’altro che rara nelle riorganizzazioni internazionali, venendo coinvolti non solo operatori economici di Stati diversi, anche appositamente costituiti al fine di “isolare” il rischio dello specifico affare, ma anche

istituti bancari, all'uopo riuniti in consorzio, vuoi per gli ammontari in gioco, vuoi per la complessità della concatenazione¹.

2. *La fattispecie vagliata.* Al fine di ricostruire l'operazione, seppur solo nei propri tratti principali, si evidenzia che, in successione:

- I. l'istante individua una società target, che rispetta i requisiti economico finanziari pre-concordati con il consorzio di banche elvetico; per l'effetto, presenta un'offerta non vincolante, che trova positivo riscontro avanti i soggetti cedenti; di tutto ciò, la holding capogruppo svizzera dà tempestiva notizia al consorzio;
- II. l'istituto finanziario "capofila" verifica la conformità di quanto prodotto dalla holding capogruppo svizzera e, all'esito positivo, eroga il finanziamento richiesto;
- III. a seguito dell'erogazione del finanziamento da parte del consorzio, la holding capogruppo svizzera, a sua volta, concede un finanziamento di pari importo a favore della controllata istante ("*Primo push down*");
- IV. successivamente, l'istante apporta alla costituenda società veicolo controllata di diritto italiano un ammontare complessivo di *equity* e di *debt* pari all'intero finanziamento ricevuto dalla capogruppo ("*Secondo push down*"), coincidente con il prezzo di acquisto della società target di diritto italiano, come determinato al momento del closing;
- V. al perfezionamento dell'acquisto della società target da parte della società veicolo, si procede alla fusione inversa di quest'ultima nella target, così concludendo l'operazione di MLBO;
- VI. è bene evidenziare che la combinazione tra valori trasferiti a titolo di capitale (*equity*) o a titolo di finanziamento (*debt*) da parte dell'istante svizzera alla società veicolo italiana è individuata con l'intervento professionale di consulenti indipendenti, conformemente al principio *arm's length* (ossia, le condizioni stabilite nelle transazioni infragruppo corrispondono a quelle che sarebbero state concordate tra imprese indipendenti in condizioni di libera concorrenza), in esecuzione di apposito *shareholder agreement*;
- VII. una volta conclusa l'operazione di MLBO, l'incorporante società target succederà all'incorporata società veicolo nella posizione di debitrice nei confronti dell'istante; in seguito, attraverso i propri redditi, la società target rimborserà gli importi ricevuti dall'istante a titolo di *debt*, mentre a propria volta l'istante utilizzerà i redditi generati al fine di ripagare il finanziamento ottenuto dalla capogruppo, la quale procederà a rimborsare il prestito concesso dal consorzio di banche elvetiche.

Trattasi, a ben vedere, di uno schema tutto sommato "classico" di acquisizione con leva, che risulta maggiormente complesso per la presenza di elementi di transnazionalità e per il doppio *debt push down*, il che implica (*i*) l'adozione di prassi professionali e bancarie proprie della capogruppo, ossia secondo l'ordinamento

svizzero; (ii) una pluralità di soggetti coinvolti appartenenti al medesimo gruppo. Ciò che, in ultima battuta, causa il doppio trasferimento della linea di finanziamento.

3. Gli elementi offerti dalla società istante e positivamente valorizzati dall'Amministrazione finanziaria. L'istante sottolinea come la realizzazione di una doppia trasmissione del debito (Primo e Secondo *push down*) si presenti funzionale esclusivamente all'acquisizione della società target, non configurandosi per contro come un'operazione preordinata a conseguire vantaggi fiscali indebiti sotto il profilo della deduzione degli interessi passivi collegati al descritto finanziamento *intracompany* ottenuto per la sua acquisizione.

In altri termini, il doppio *debt push down* non intaccherebbe l'assenza del vantaggio fiscale indebito; difatti, la circ. n. 6/E/2016 considera legittima la facoltà di avvalersi di mezzi finanziari (a titolo di debito e capitale proprio), finalizzati all'acquisizione di una società target, che provengano da altre società del gruppo e non direttamente da istituti bancari.

In tale prospettiva, giova rimarcare ancora gli elementi strutturali che qui connotano la complessa concatenazione in commento e che l'Amministrazione finanziaria ha positivamente ponderato quali portatori di "sostanza economica", ossia:

- a) la capogruppo è finanziata dal consorzio per l'esatto importo dell'acquisizione, corrispondendo i dovuti interessi; pertanto, con il Primo *push down* la capogruppo non fa discendere capitali propri a favore dell'istante, bensì capitale di debito, e ciò attraverso uno specifico contratto di finanziamento infragruppo;
- b) a sua volta, l'istante trasferisce alla società veicolo la provvista ottenuta (e funzionale all'acquisizione della società target) sotto forma, in parte, di finanziamento e, in parte, di capitale proprio; pertanto, anche con il Secondo *push down*, l'istante non fa discendere capitali propri bensì l'originario finanziamento contratto dalla capogruppo (ancorché parte di questo avvenga in forma di *equity*);
- c) il finanziamento ottenuto a monte dalla capogruppo e quello poi concesso da questa a favore dell'istante sono "connessi funzionalmente", sia per la corrispondenza degli importi, sia per il prezzo che sarà corrisposto;
- d) la prospettata operazione di MLBO non realizza alcuna circolarità né un caso di arbitraggio fiscale: il risultato giuridico economico ottenuto, unitamente alla deduzione degli interessi passivi, coincide con quello che avrebbe ottenuto la società veicolo, prima della fusione inversa, se si fosse finanziata direttamente dal sistema bancario.

Scendendo ancor più nel dettaglio, va sottolineato che l'Agenzia delle Entrate abbraccia la linea ermeneutica prospettata dalla società istante, facendo leva sia sui principi forniti dalla circ. n. 6/E/2016, sia su quanto recentemente offerto nel citato Atto di indirizzo.

Infatti, nella Risposta ad interpello si evidenzia che, secondo il dettato dell'art. 10-bis, Statuto, affinché un'operazione possa essere considerata abusiva l'Amministrazione finanziaria deve identificare e provare il congiunto verificarsi di tre presupposti costitutivi: (i) la realizzazione di un vantaggio fiscale "indebito", costituito da

benefici, anche non immediati, realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario; (ii) l'assenza di “sostanza economica” dell'operazione o delle operazioni poste in essere, consistenti in «*fatti, atti e contratti, anche tra loro collegati, inidonei a produrre effetti significativi diversi dai vantaggi fiscali*»; (iii) l'essenzialità del conseguimento di un “vantaggio fiscale”. L'assenza di (anche solo) uno dei tre presupposti costitutivi dell'abuso determina un giudizio di assenza di abusività.

Come evidenziato ancora nell'Atto di indirizzo, la verifica della sussistenza di tali requisiti va condotta assicurando priorità alla ricerca del vantaggio fiscale indebito. L'insussistenza di un vantaggio indebito, o l'assenza di uno degli altri due elementi costitutivi dell'abuso, esclude *ab origine* l'esistenza di una condotta abusiva, rendendo non necessaria la verifica della sussistenza degli ulteriori elementi.

Non solo. Attraverso il comma 3 dell'art. 10-*bis*, il legislatore ha chiarito che non possono comunque considerarsi abusive quelle operazioni che, pur presentando i tre elementi sopra indicati, sono giustificate da valide ragioni extrafiscali non marginali (anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa o dell'attività professionale).

Nel caso di specie, secondo l'Agenzia delle Entrate, l'operazione rappresentata – in relazione tanto al “disegno unitario perseguito”, quanto ai singoli atti/negozi – non integra una fattispecie di abuso del diritto, in ordine alla deducibilità degli interessi passivi dovuti dalla società veicolo in conseguenza del Secondo *push down*. In particolare, l'attuazione della predetta operazione non integra alcun vantaggio fiscale qualificabile come indebito in relazione alla deducibilità degli interessi passivi dovuti dalla società veicolo e, successivamente, per effetto della fusione inversa, dalla target, per un finanziamento infragruppo ottenuto per l'acquisizione di quest'ultima; di conseguenza, ciò esenta dall'esame degli ulteriori requisiti previsti dall'art. 10-*bis* per individuare una condotta abusiva.

In effetti, la risposta all'interpello valorizza positivamente la scelta di stipulare il finanziamento con gli istituti finanziari svizzeri da parte della capogruppo e, quindi, di articolare l'operazione MLBO attraverso un doppio *push down*, in quanto ciò risulta dettato dalla volontà (oltre che dalla prassi negoziale di ascendenza elvetica)

- i. di gestire in via “centralizzata” le linee di finanziamento del gruppo da parte della capogruppo,
- ii. di ottenere migliori condizioni contrattuali,
- iii. di offrire solide garanzie patrimoniali e,
- iv. infine, di permettere un utilizzo dei fondi in maniera più efficiente da un punto di vista temporale.

In particolare, il Primo *push down* è realizzato dalla capogruppo a favore dell'istante, entrambe società di diritto svizzero e, pertanto, soggette all'ordinamento fiscale svizzero; in merito agli interessi attivi e passivi che matureranno in seguito all'erogazione del finanziamento infragruppo, gli interessi attivi incassati dalla società sono componenti positivi del reddito tassabile.

In merito al Secondo *push down*, sia la società veicolo sia la società target sono residenti in Italia e, pertanto, tanto gli interessi passivi quanto i dividendi (considerato che il trasferimento degli importi necessari per l'acquisto della società target avverrà anche in forma di apporti di capitale) saranno sottoposti alle rispettive norme dell'ordinamento fiscale interno (artt. 89 e 96 TUIR), non verificandosi arbitraggi o “salti d'imposta”, in definitiva realizzandosi una coerente simmetria.

In conclusione, nel caso in esame, l'utilizzo dello schema del doppio *push down* del debito non si configura come un'operazione circolare, non comportando l'emersione di alcun arbitraggio tra capitale proprio (*equity*) e debito (*debt*) per l'effettuazione dell'operazione di MLBO descritta, destinato a consentire la deduzione degli interessi passivi derivanti dal finanziamento relativo al Secondo *push down* in aggiramento o in violazione della ratio dell'art. 96 TUIR.

Infatti, l'acquisizione della target non viene finanziata a monte con capitale proprio (*equity*) della capogruppo e/o di società del gruppo (compresa l'istante), trasformandolo in debito (*debt*) solo nell'ultimo passaggio (ossia, a livello di società veicolo a seguito del Secondo *push down*), ciò per fruire della deduzione (fiscale) dei relativi interessi passivi; sin dall'origine, l'operazione viene sostenuta con un finanziamento ottenuto dalla capogruppo, nell'ambito dell'accordo concluso con il consorzio bancario, e destinato a essere trasferito, tramite il doppio *push down* (e per il medesimo importo di circa 20 milioni di euro), alla società veicolo².

Peraltro, quale ulteriore annotazione, va aggiunto che queste conclusioni non paiono scalfite – semmai, rinforzate – da Corte Giustizia, 14 marzo 2024, C-585/22, che così conclude: «L'articolo 49 TFUE [sul diritto di stabilimento, n.d.a] deve essere interpretato nel senso che: esso non osta ad una normativa nazionale la quale, ai fini della determinazione dell'utile di un contribuente, escluda in toto la deducibilità degli interessi corrisposti in relazione a un debito risultante da un prestito contratto con un'entità collegata, relativo all'acquisizione o all'ampliamento di una partecipazione in un'altra entità, che divenga, per effetto dell'acquisizione o dell'ampliamento medesimi, un'entità collegata al contribuente stesso, laddove si debba ritenere che tale debito costituisca una costruzione puramente artificiosa ovvero faccia parte di detta costruzione, e ciò anche quando il debito sia stato contratto a condizioni di piena concorrenza e l'importo degli interessi non superi quello che sarebbe stato convenuto tra imprese indipendenti».

Infatti, in piena aderenza al proprio orientamento, la linea ermeneutica della Corte di Giustizia mira a colpire le costruzioni di puro artificio, ossia strutture costituite – con una palese “deviazione patologica” tra forma e sostanza – al solo fine di godere di vantaggi fiscali.

Indubitabile, nel caso oggi commentato, il substrato imprenditoriale alla base della complessa concatenazione posta in essere, per tutte le molteplici ed eterogenee ragioni ampiamente offerte.

4. Ulteriori utili spunti sulla “sostanza” del MLBO e del doppio *debt push down*, fra TUIR e Codice civile. L'Agenzia delle Entrate aggiunge poi che con l'introduzione

dell'art. 2501-*bis* c.c. il legislatore ha riconosciuto – a particolari condizioni, volte ad instaurare una trasparente e corretta informativa sull'operazione³ – la legittimità delle operazioni di fusione attuate mediante lo sfruttamento della “leva finanziaria”, ossia mediante il ricorso all'indebitamento per permettere l'acquisizione di un'altra società e, in particolare, all'utilizzo delle risorse finanziarie esistenti nel patrimonio della società target.

Infatti, in tale prospettiva, con la nota e chiara circ. n. 6/E/2016 è stato rilevato che le operazioni di acquisizione con indebitamento si caratterizzano per l'esistenza della sola causa dell'acquisizione di un'impresa o di una partecipazione che consenta il controllo della società target.

Ancora, il medesimo documento di prassi amministrativa sottolinea che (i) in merito ai finanziamenti infragruppo effettuati nell'ambito di operazioni di acquisizione con indebitamento, gli interessi passivi che discendono dalla porzione investita tramite finanziamenti debbono essere assoggettati alle ordinarie regole di determinazione del reddito di impresa (e, pertanto, sottostare sia alle disposizioni relative alla determinazione dei corrispettivi infragruppo (secondo l'assetto di *transfer pricing*) sia alle ordinarie disposizioni relative alla deducibilità); (ii) in merito ai rapporti infragruppo, è necessario che gli interessi passivi pattuiti tra il mutuante ed il mutuatario, nel rispetto delle disposizioni sia interne che convenzionali, non eccedano quelli che sarebbero stati pattuiti tra parti indipendenti per operazioni analoghe o similari in condizioni comparabili (c.d. *arm's length principle*). Si tratta, in linea generale, delle disposizioni contenute nel combinato disposto di cui all'art. 110, comma 7, TUIR e nelle Convenzioni generalmente interpretate alla luce dei principi internazionali (Commentario al Modello di Convenzione e Linee Guida OCSE sui prezzi di trasferimento).

In relazione a tale ultimo aspetto, l'Agenzia delle Entrate nel caso di specie ha positivamente apprezzato quanto precisato dall'istante, ossia che per quanto riguarda il Secondo *push down*, è stato rilasciato apposito mandato a una società di consulenza di determinare, a valori di mercato, il rapporto *debt/equity* e il tasso di interesse conformi al principio *arm's length* (ossia i valori derivanti dal “principio di libera concorrenza” cfr. circ. 24 maggio 2022, n. 16/E del). Elemento, questo, idoneo a dimostrare la terzietà e l'indipendenza della determinazione. Una volta indentificato il suddetto rapporto, una parte dell'importo trasferito a titolo di finanziamento verrà trasformato in apporto di capitale, tramite una rinuncia del finanziamento da parte dell'istante.

5. Conclusioni. A fronte di tutte le significative argomentazioni (sostanziali e giuridiche) sopra rassegnate, l'Agenzia delle Entrate ha condivisibilmente ritenuto che la deduzione degli interessi passivi, dovuti verso il finanziamento intragruppo ottenuto per l'acquisizione della società target, a conclusione della predetta operazione di MLBO, non sia qualificabile come un vantaggio fiscale indebito, risultando pienamente conforme alla *ratio* delle norme invocate dal contribuente.

Le conclusioni dell'Amministrazione finanziaria risultano convincenti in quanto riposano su basi non solo sistematiche ma anche fattuali, fondate su criteri di ragionevolezza e logicità.

Infatti, appare del tutto fisiologico, nell'ambito di una riorganizzazione internazionale, che (i) vi sia l'intervento di un consorzio di istituti di credito, (ii) il finanziamento ottenuto possa essere trasferito su più livelli, in quanto su più livelli si articola la strutturazione societaria programmata e costruita, (iii) ciò, dal momento che le operazioni di acquisizione più complesse vengono perfezionate attraverso la creazione di veicoli societari appositi, e la tipica conclusione della concatenazione coincide con la fusione inversa del veicolo nella target, (iv) di talché la maturazione (e la deduzione ai fini fiscali) di interessi passivi costituisce effetto del tutto connaturato ad una siffatta programmazione.

In altri termini, nel caso di operazioni come quella oggetto dell'interpello non vi è alcun "vantaggio fiscale indebito", ma solo quello fisiologico proprio delle operazioni di MLBO: circostanza, questa, che è considerata lineare e pertanto idonea ad escludere da sola l'applicabilità della clausola antiabuso, come riconosce la stessa prassi amministrativa in applicazione congiunta del comma 4 della citata disposizione.

Pronunce erariali così chiare e ben argomentate, in punto di fatto e di diritto, costituiscono non solo sicuri baluardi di "civiltà giuridica", idonei a creare certezza e affidamento verso le fattispecie tributarie, ma anche utili tasselli per favorire le operazioni di acquisizione transnazionale e un deterrente a eventuali posizioni preconcrete.

¹ È appena il caso di accennare che il MLBO costituisce operazione sovente scrutinata dall’Agenzia delle Entrate nell’attività di risposta agli interpelli formulati dai contribuenti: *ex multis*, e seppur resa su fattispecie non millimetricamente sovrapponibile a quella qui oggetto di specifico commento, cfr. la Risposta Agenzia Entrate 9 dicembre 2024, n. 251, che propugna i medesimi principi offerti dalla Risposta n. 956-302/2025: «*Pertanto, può ritenersi che l’operazione complessiva non sia abusiva nelle sue modalità attuative e sia idonea a consentire il perseguimento di finalità economiche rilevanti per quanto riguarda la mancanza degli specifici profili di artificiosità. Con particolare riferimento, poi, al tema dell’inerenza degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti con soggetti terzi, la citata circolare ha riconosciuto, in via generale, la sussistenza di detto requisito con riferimento agli interessi passivi contratti nell’ambito di tali iniziative imprenditoriali, essendo i prestiti “funzionali all’acquisizione della target company, sia nell’ipotesi di fusione (tipica delle operazioni di MLBO), sia nella fattispecie in cui la compensazione intersoggettiva degli interessi avvenga mediante l’opzione per il consolidato fiscale”. In quanto tali, detti oneri finanziari risultano deducibili nei limiti di cui all’art. 96 del TUIR, salvo il rispetto, in caso di finanziatori soci di controllo non residenti, della normativa in materia di transfer pricing. Pertanto, con specifico riferimento al caso di specie, si ritiene che l’operazione di merger leveraged buy out rappresentata non sia suscettibile di una valutazione antiabuso complessiva*». A ben vedere, trattasi di evoluzione rispetto a quanto embrionalmente radicato nella circ. n. 6/E/2016 e poi recepito da altre pronunce di Uffici territoriali.

² Sul tema dell’elusione e dell’abuso, limitandosi alle monografie e alle opere collettanee successive alla sua codificazione nell’art. 10-bis dello Statuto del Contribuente, si vedano, per tutti, DELLA VALLE E. - FICARI V. - Marini G. (a cura di), *Abuso del diritto ed elusione fiscale*, Torino, 2016; CONTRINO A. - MARCHESELLI A., *Art. 10-bis, legge n. 212/2000. Disciplina dell’abuso del diritto o elusione fiscale*, in GLENDI C. - CONSOLO C. - CONTRINO A. (a cura di), *Abuso del diritto e novità sul processo tributario*, Milano, 2016; VERSIGLIONI M., *Abuso del diritto. Logica e Costituzione*, Pisa, 2016; CARPENTIERI L. (a cura di), *L’abuso del diritto, profili civilistici e fiscali*, Torino, 2019; BEGHIN M., *L’elusione fiscale e il principio del divieto di abuso del diritto*, II ed., Padova, 2021; ZIZZO G., *La clausola generale antibuso*, Pisa, 2022.

³ Come noto, la riforma del diritto commerciale, in particolare del Capo X del Titolo V del Libro V del Codice civile, siccome recato dall’art. 6 D.Lgs n. 6/2003, ha previsto l’introduzione dell’art. 2501-bis, il quale disciplina gli obblighi informativi per le operazioni di “Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, a garanzia dei vari *stakeholders*. Quindi, tale innovazione normativa ha previsto un ampliamento degli adempimenti informativi, rispetto alle fusioni “tradizionali”, al fine di tutelare e informare i soci di minoranza e i creditori sociali, riguardo la sostenibilità economica e finanziaria dell’operazione di acquisizione con indebitamento.