



APPROFONDIMENTO

Le transazioni finanziarie *intercompany*: profili valutativi, analisi di *benchmarking* e criticità nel *transfer pricing*

di Antonella Della Rovere^(*) e Salvatore Mattia^(**)

L'utilizzo degli strumenti finanziari al fine di ottimizzare la gestione della finanza di gruppo rappresenta una pratica diffusa nei gruppi multinazionali.

In tale contesto, la complessità degli strumenti e la mancanza di chiari e consolidati riferimenti normativo-regolamentari necessitano di un approfondimento con riguardo ai profili valutativi, al fine di verificarne la conformità alla disciplina OCSE e di conseguenza al principio dell'*arm's length*.

1. Premessa

Nella pratica, le transazioni finanziarie *intercompany* sono sempre più spesso poste in essere dai gruppi multinazionali, al fine di gestire e pianificare il **fabbisogno finanziario delle società del gruppo**¹.

In taluni casi, tuttavia, le suddette transazioni possono diventare veri e propri strumenti di **pianificazione fiscale aggressiva**². Pertanto,

^(*) Valente Associati GEB Partners.

^(**) Centro Studi Internazionali GEB Partners.

¹ Per ulteriori approfondimenti in tema di finanziamenti *intercompany*, cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, Milano, Ipsoa, 2012, p. 1294.

² Per ulteriori approfondimenti in materia di pianificazione fiscale aggressiva cfr. P. Valente, *Manuale di Governance*

ai fini di un'adeguata *compliance* fiscale, è necessario determinare adeguatamente i **prezzi di trasferimento** da applicare³.

Ciò nonostante, al momento, né le Amministrazioni finanziarie né l'OCSE hanno chiarito le metodologie da utilizzare nella valutazione delle transazioni finanziarie infragruppo; pertanto, nella prassi, si fa principalmente riferimento alle tecniche utilizzate in ambito finanziario.

Di seguito verranno illustrate le tecniche di valutazione utilizzate nella prassi dai principali *practitioners* e dalle Amministrazioni finanziarie, al fine di determinare i prezzi *at arm's length* degli strumenti finanziari maggiormente utilizzati dai gruppi multinazionali.

2. Depositi: la fattispecie del *cash pooling*

I gruppi multinazionali, non di rado, pongono in essere operazioni di **deposito cross border**, al

Fiscale, Milano, Ipsoa, 2011, p. 1801 ss.; P. Valente, *Rapporto OCSE 2011: tax planning aggressivo e legittimo*, in "Corriere Tributario" n. 28/2011; P. Valente, *Aggressive tax planning: esame del Rapporto OCSE sulle iniziative di tax governance*, in "il fisco" n. 18/2011, fascicolo n. 1, pag. 2850; P. Valente-C. Alagna, *Attenzione dell'OCSE puntata sulla «pianificazione fiscale aggressiva»*, in "Il Quotidiano del commercialista", www.eutekne.info, del 15 febbraio 2013; P. Valente, *Aggressive tax planning: profili elusivi delle transazioni finanziarie*, in "il fisco" n. 22/2013, fascicolo n. 1, pag. 3372.

³ Per ulteriori approfondimenti in tema di prezzi di trasferimento, cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, *op. cit.*

fine di gestire, accentrare e controllare efficacemente la liquidità delle società appartenenti al gruppo.

Un utile riferimento, al fine di un corretto *pricing* delle transazioni in commento, sono i tassi sui depositi pubblicati da Banca d'Italia nei "Supplementi al Bollettino Statistico", suddivisi per macro categorie di clientela (e.g. *retail, corporate*). Alternativamente, possono essere utilizzati, quali tassi di riferimento, l'Euribor e l'Eonia⁴ in base alle caratteristiche dei contratti posti in essere.

Una fattispecie assimilabile al contratto di deposito è il **cash pooling**⁵, sempre più spesso utilizzato dalle imprese multinazionali al fine di gestire più efficientemente la liquidità del gruppo, in un contesto economico caratterizzato dalla mancanza di liquidità e in cui diventa focale un efficiente utilizzo delle risorse teso a creare valore nell'azienda.

Così, ad esempio, le imprese multinazionali effettuano servizi di tesoreria accentrata, principalmente per la gestione delle risorse del gruppo⁶. I *cash pooling arrangements* sono uno strumento efficace per il mantenimento, la gestione e l'approvvigionamento delle *subsidiaries* dei gruppi multinazionali, soprattutto in un contesto caratterizzato dalla presenza di numerose società, allo scopo di gestire in modo ottimale la liquidità aziendale.

In generale, lo strumento del *cash pooling* consente di **ottimizzare** puntualmente i saldi dei conti corrente mediante la **compensazione delle posizioni per data valuta**.

La complessità organizzativa e l'impatto operativo sono tuttavia significativi, soprattutto per la necessità di realizzare un sistema di conti cor-

renti fra l'unità centrale e le altre società del gruppo, sui quali registrare le movimentazioni di accredito e addebito corrispondenti ai giri di *cash pooling* e sui quali determinare proventi e oneri finanziari.

In particolare, peculiarità del *cash pooling* è il **periodico spostamento dei saldi bancari** dalle società periferiche **verso il conto bancario dell'unità centrale** o centro di tesoreria di gruppo (c.d. *pool account*).

Al fine di porre in essere un accordo di *cash pooling*:

- le società delegano a una società del gruppo (di seguito anche, "pooler") la gestione della tesoreria del gruppo;
- il *pooler*, a sua volta, costituisce un conto corrente (*pool account*) presso una banca dove far confluire tutti i movimenti che interessano le posizioni di conto corrente delle singole società;
- contestualmente, il *pooler* stipula con le *subsidiaries* del gruppo contratti di conto corrente non bancario, così da giustificare le singole posizioni di debito e credito, derivanti dalla movimentazione dai singoli conti delle società al *pool account*.

Si sottolinea che i relativi **interessi attivi e passivi** rilevano interamente ai fini fiscali, pertanto, non limitatamente al saldo conseguente alla compensazione effettuata⁷ tra i conti correnti delle società aderenti all'accordo di *cash pooling*. Da ciò ne deriva che gli eventuali interessi attivi e passivi di ciascuna società, compensati nel *pool account*, devono essere imputati separatamente alle società nell'anno fiscale di competenza.

In sede di presentazione della dichiarazione dei redditi, nel caso in cui gli interessi siano stati compensati, le singole società partecipanti all'accordo di *cash pooling* sono obbligate a determinare gli interessi attivi e passivi maturati nel periodo d'imposta.

Pertanto, in sede di dichiarazione dei redditi, dovranno operare una variazione:

in aumento, nel caso in cui, a seguito della compensazione, parte degli interessi attivi maturati non abbiano contribuito a formare il risultato d'esercizio;

⁴ Il tasso Eonia (*Euro OverNight Index Average*) è il tasso cui fanno riferimento le operazioni a brevissima scadenza (*overnight*) ed è calcolato come media ponderata dei tassi *overnight* delle operazioni svolte sul mercato interbancario comunicati alla Banca Centrale Europea (BCE) da un

campione di banche operanti nell'area euro (le maggiori banche di tutti i Paesi dell'area euro).

⁵ Per approfondimenti in materia di *cash pooling*, cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 1989 ss.; P. Valente, "Il «transfer pricing» nel «cash pooling» e nei contratti di factoring", in "Corriere Tributario" n. 43/2010.

⁶ I servizi di tesoreria, al fine di essere aderenti alla disciplina del *transfer pricing*, dovranno essere adeguatamente remunerati.

⁷ Secondo l'art. 89 del Tuir, comma 7: "(...) per i contratti di conto corrente e per le operazioni bancarie regolate in conto corrente, compresi i conti cor-

- in diminuzione, nel caso in cui, a seguito della compensazione, parte degli interessi passivi maturati non abbiano contribuito a formare il risultato d'esercizio.

Il termine *cash pooling* normalmente può riferirsi sia al *notional cash pooling* (di seguito anche "NCP") che allo *zero balance cash pooling* (di seguito anche "ZBS"). Di seguito, si descrivono i tratti salienti di entrambe le tipologie.

2.1. Notional cash pooling

Nel NCP i saldi di conto corrente bancario delle società aderenti all'accordo di *cash pooling* sono meramente **compensati**, così da permettere alle singole società di finanziarsi fino a concorrenza del saldo compensato dei **rispettivi conti correnti**.

Il NCP si caratterizza per l'assenza di movimentazione dei saldi dei conti bancari fra le varie società facenti capo al meccanismo di tesoreria accentrata; si procede semplicemente al calcolo degli interessi sul saldo netto virtuale dei conti correnti bancari inclusi nel perimetro, non rilevando, invece, le posizioni delle singole unità che non maturano alcun tipo di interesse.

Tale circostanza, in una prospettiva operativa, fa sì che il NCP sia tendenzialmente meno costoso e più efficiente rispetto allo ZBS, in quanto i saldi attivi e passivi dei conti legati a uno stesso *pool account* sono compensati soltanto "virtualmente". Tale operazione si configura come un prestito in denaro infragruppo, in quanto le società che presentano saldi negativi ricevono direttamente dalla banca le risorse finanziarie e possono disporre di una somma complessiva pari al saldo attivo compensato; il prestito è assimilabile alla fattispecie giuridica dell'apertura di credito bancario ed è assoggettato all'applicazione delle ritenute alla fonte sugli interessi erogati⁸.

In Italia, il *notional cash pooling*, pur essendo una tecnica molto diffusa soprattutto nel mondo anglosassone, incontra evidenti difficoltà di ordine sistemico⁹, in virtù:

- del divieto, previsto dalla legge, di compensazione dei debiti e dei crediti¹⁰;

renti reciproci per servizi resi intrattenuti tra aziende e istituti di credito, si considerano maturati anche gli interessi compensati a norma di legge o di contratto".

⁸ Per approfondimenti cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 1997 ss.

⁹ Per approfondimenti cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 1997 ss.

¹⁰ Con riferimento all'ordinamento italiano cfr.:

- dell'obbligo, a carico delle banche, di calcolare gli interessi passivi e attivi sui saldi giornalieri di valuta di ciascun conto corrente.

Da un punto di vista operativo e gestionale, il *notional cash pooling* rappresenta la tecnica più efficace stante la possibilità di accentrare i saldi senza una reale movimentazione della liquidità.

2.2. Zero balance cash pooling

Lo *zero balance cash pooling* richiede la stipula di appositi **contratti di conto corrente di corrispondenza** fra le società *pooler* e ogni società aderente al sistema di *cash pooling*, sui quali registrare le **posizioni creditorie e debitorie** derivanti dal trasferimento dei saldi, e sui quali determinare la liquidazione periodica degli interessi compensatori.

Pertanto, tale sistema prevede:

- l'effettiva movimentazione delle **disponibilità liquide** presenti nei vari conti correnti delle diverse società partecipanti, verso un unico conto corrente accentrato intestato al *pooler*;
- il trasferimento giornaliero del **saldo attivo per valuta** al *pool account*;
- che il conto decentrato evidenzia sempre un **saldo nullo**; pertanto, qualora esso presenti saldi negativi dovrà essere "azzerato".

Lo *zero balance cash pooling* non può essere qualificato come contratto di mutuo¹¹, in quanto non avviene alcuna "consegna" di denaro da una parte all'altra, con il successivo obbligo di restituzione; pertanto, non rientra nella fattispecie del prestito in denaro.

Tale modello è assimilabile, invece, ad un rapporto di conto corrente *intercompany* e, pertanto, gli interessi pagati dalle società che presentano saldi negativi possono essere, in presenza dei requisiti normativamente previsti, esentati

– art. 2423-ter. c.c., comma 6: "Sono vietati i compensi di partite";

– Principio Contabile Nazionale n. 14, "Disponibilità Liquide":

"Non è accettabile effettuare in bilancio una compensazione tra conti bancari attivi e passivi, anche se della stessa natura e tenuti presso la stessa banca, in quanto tale prassi comporterebbe la compensazione di una attività con una passività, fra l'altro derivanti da posizioni di debito e di credito a tassi di solito non equivalente".

¹¹ Secondo l'art. 1813 c.c.:

"Il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità".

dall'applicazione della ritenuta¹².

3. *Intercompany loan*

Al fine di determinare il tasso d'interesse da applicare ad un **finanziamento intercompany** è necessario, in primo luogo, identificare il mercato rilevante. In tal senso, la circ. n. 32 del 22 settembre 1980¹³ dell'Agenzia delle Entrate identifica come mercato rilevante ai fini dell'analisi, quello del **mutuante (c.d. lender)**.

Tuttavia, alla luce dei più recenti casi giurisprudenziali¹⁴ e della prassi delle verifiche, appare ragionevole dedurre che il mercato di riferimento da prendere in considerazione nei finanziamenti tra parti correlate sia quello del **mutuatario (c.d. borrower)**.

La bontà di tale approccio è comprovata dalle disposizioni contenute nelle linee guida emanate dal Comitato di Basilea¹⁵, oltre che dalla prassi bancaria e finanziaria.

Nel caso in cui non vi siano *internal comparables*¹⁶, e di conseguenza non sia possibile applicare il metodo del confronto del prezzo c.d. interno¹⁷, il metodo OCSE più appropriato risulterebbe il **confronto del prezzo c.d. esterno**. Al fine di applicare tale metodologia è necessario, in primo luogo, definire la rischiosità del *borrower*, utilizzando *standard* metodologici condivisi nella prassi bancaria e finanziaria.

Al fine di applicare tale metodologia è necessario, in primo luogo, definire la rischiosità del *borrower*, utilizzando *standard* metodologici condivisi nella prassi bancaria e finanziaria.

A tale scopo, si utilizzano **modelli di stima del merito creditizio (c.d. rating)**, i quali classificano la solidità finanziaria di un emittente in funzione della sua probabilità di *default*¹⁸. Nel caso in cui l'emittente abbia un *rating* pubblico emesso da una società di *rating* (c.d. ECAI¹⁹), sarà sufficiente utilizzare tale dato ai fini dell'analisi.

Di contro, se il soggetto mutuatario non è dotato di *rating* pubblico, è necessario individuare delle *proxy* che rappresentino adeguatamente la specifica rischiosità dell'emittente. A tal fine, i principali *practitioner* si avvalgono di modelli di calcolo della **probabilità di default**, realizzati solitamente dalle principali agenzie di *rating*, i quali, sulla base di dati di bilancio, assegnano un *rating* alla società analizzata.

In ultima istanza, qualora non fosse possibile applicare alcuna delle suddette metodologie, si potrà determinare il *rating* del soggetto analizzato mediante un'analisi di *benchmark*²⁰, basata su criteri di ricerca qualitativi e quantitativi.

Dopo aver determinato il merito di credito del soggetto *borrower* sarà possibile analizzare i tassi applicati sul mercato. Di seguito, verranno illustrate le principali metodologie utilizzate al fine di identificare un tasso d'interesse *at arm's length*:

– Provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 29 settembre 2010, par. 5.13: "Nel caso di selezione di un metodo transazionale reddituale, in presenza del potenziale utilizzo di un metodo transazionale tradizionale, occorrerà dare conto delle motivazioni di esclusione di tale ultimo metodo. Stesso discorso vale in caso di selezione di un metodo diverso dal metodo del confronto del prezzo, in presenza di potenziale utilizzo di tale ultimo metodo".

¹² Per approfondimenti, cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 1997 ss.

¹³ In banca dati "fisconline".

¹⁴ Cfr. la sentenza della Commissione tributaria provinciale di Bolzano, Sez. 1, n. 113/2012, avente (in parte) ad oggetto la verifica di congruità degli interessi applicati ad un finanziamento *intercompany*, concesso da una società italiana ad una società lussemburghese:

"Tale valore deve essere pertanto identificato con il prezzo di libera concorrenza, ossia con il tasso di interesse che sarebbe stato pattuito nello stesso periodo di tempo e luogo per il finanziamento da parte di imprese indipendenti dell'Italia verso società aventi sede in Lussemburgo, tenendo presente altresì l'ammontare del prestito, la durata del titolo, la natura e l'oggetto del negozio, la posizione finanziaria del mutuante, le garanzie prestate e i tassi medi praticati in Lussemburgo nell'anno 2006".

¹⁵ Cfr. *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Basilea, 2006, parte 2, cap. II.

¹⁶ Tali tipologie di transazioni si riferiscono a quelle poste in essere da una società appartenente al gruppo con soggetti indipendenti; per ulteriori approfondimenti, cfr. P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 87 ss.

¹⁷ A tal proposito cfr.:

– OECD, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, Parigi, 2010, par. 2.3: "Moreover, where, taking account of the criteria described at paragraph 2.2, the comparable uncontrolled price method (CUP) and another transfer pricing method can be applied in an equally reliable manner, the CUP method is to be preferred";

¹⁸ La probabilità di *default* (PD) è la probabilità che la controparte si renda inadempiente all'obbligazione di restituire il capitale prestato e gli interessi su di esso maturati. La PD può essere "fisica" quando viene stimata su dati storici oppure "neutrale al rischio" quando è estrapolata dalle quotazioni di strumenti finanziari *credit sensitive* quali *Corporate Bond*, *Credit Default Swap* e *Credit Linked Note*.

¹⁹ Una ECAI è una entità, riconosciuta dall'Autorità di Vigilanza competente (Banca d'Italia), che può effettuare valutazioni esterne del merito di credito, utilizzabili dalle banche ai fini del calcolo, con il metodo *standard*, dei coefficienti patrimoniali prudenziali in base all'Accordo di Basilea 2.

²⁰ Per ulteriori approfondimenti sull'analisi di *benchmarking*, cfr. P. Valente-A. Della Rovere-P. Schipani, *Analisi di comparabilità nel transfer pricing: metodologie applicative*, Milano, Ipsoa, 2013; P. Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., p. 81 ss.

3.1. Curve dei tassi d'interesse del mercato obbligazionario

La metodologia in commento è particolarmente indicata qualora l'operazione di finanziamento non presenti particolari strutturazioni (c.d. *plain vanilla*²¹). In questo caso è possibile utilizzare come *benchmark* le curve dei rendimenti pubblicate dai principali *database* (e.g. BloombergTM). Al fine di applicare tale metodologia, è necessario prendere a riferimento le **curve dei rendimenti relativi alla classe di rating** (e.g. "AA", "BBB+", ecc.) equivalente al merito creditizio del soggetto *borrower*.

Sulla base di quanto statuito dall'art. 9 del Tuir²², al fine di identificare il tasso d'interesse di libero mercato, si dovrebbe determinare la media dei tassi d'interesse dell'ultimo mese a partire dalla data di stipula del contratto di finanziamento. Qualora la volatilità sul mercato dei tassi d'interesse fosse contenuta, può comunque considerarsi un'adeguata *proxy*, il tasso d'interesse rilevato alla data di sottoscrizione del contratto di finanziamento.

Nei principali *database* sono presenti le **curve di rendimento**²³ (c.d. "*yield curves*") sia per soggetti industriali che per soggetti finanziari, suddivisi per aree geografiche. Tuttavia, nel caso si intendesse analizzare un finanziamento *intercompany* ricorrendo a siffatto approccio, è necessario considerare che tale tasso si riferisce al mercato obbligazionario e pertanto il suo utilizzo non può che rappresentare un'approssimazione, sebbene pienamente accettata dai principali *practitioners*.

3.2. Credit Default Swap

Una metodologia largamente diffusa ai fini della valutazione e del *pricing* delle obbligazioni si basa sull'**utilizzo degli strumenti derivati**, nel caso di specie i **Credit Default Swap**²⁴ (di se-

guito anche "*CDS*"). In particolare, stante l'ipotesi di assenza di arbitraggi sul mercato nel lungo periodo, la quotazione del CDS sarà equivalente allo *spread*²⁵ da applicare su un determinato tasso base (e.g. Euribor²⁶).

Così come per le curve di rendimento, *ut supra* descritte, è possibile **estrarre le quotazioni** di tali strumenti dai *database* finanziari.

L'utilizzo del CDS come *proxy* degli *spread* del mercato obbligazionario si basa sia su evidenze empiriche sia su ragioni teoriche, in quanto²⁷:

- "Un portafoglio composto da un'obbligazione e dall'acquisto di un CDS sulla stessa obbligazione replica in maniera sintetica un titolo privo di rischio e dunque in equilibrio; il rendimento dell'obbligazione al netto del premio pagato per l'acquisto della protezione dovrà essere pari esattamente ad un tasso *risk free*, il che vuol dire che lo *spread* dell'obbligazione deve essere uguale alla quotazione del CDS"²⁸;
- evidenze empiriche rivelano che, per i soggetti *investment grade*²⁹, le deviazioni di breve periodo fra CDS e *spread* obbligazionari tendo-

a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in *basis point* rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (c.d. *protection seller*) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di *default* futuro ed incerto (*credit event*). La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore. L'aspetto fondamentale del CDS consiste nel fatto che sia il *protection buyer* che il *protection seller* possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito.

²⁵ Il concetto di *spread* si riferisce al differenziale (*spread*) di rendimento pagato dalle obbligazioni societarie rispetto ai titoli *risk free* e rappresenta il premio per il rischio richiesto dal mercato per investire in un dato strumento di debito.

²⁶ L'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) è stato introdotto il 1° gennaio 1999 a seguito dell'adozione dell'euro e rappresenta il tasso di interesse del mercato interbancario dei depositi in euro per le operazioni di breve durata tra banche primarie.

²⁷ Cfr. L. Amadei-S. Di Rocco-R. Grasso-G. Siciliano, *I Credit default swap: le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, Consob, febbraio 2011.

²⁸ Cfr. L. Amadei-S. Di Rocco-R. Grasso-G. Siciliano, *I Credit default swap: le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, op. cit., p. 21.

²⁹ *Investment grade* è un termine utilizzato dalle agenzie di rating con riferimento a società che hanno un *rating* pari o superiore a "BBB-" per Standard&Poor's e Fitch o "Baa3" per Moody's.

²¹ *Plain vanilla* è il termine utilizzato per definire una negoziazione *standard*. Di solito viene usato per definire opzioni, obbligazioni, *futures* e *swap*.

²² Cfr. l'art. 9 del Tuir, comma 4: "Il valore normale è determinato: (...) per le azioni, obbligazioni e altri titoli negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri, in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese".

²³ La curva dei rendimenti o struttura a termine dei tassi di interesse è la relazione che lega i rendimenti dei titoli con scadenze diverse alle rispettive maturità.

²⁴ Il *Credit Default Swap* (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito (c.d. *protection buyer*) si impegna

no ad essere assorbite nel lungo periodo. Eventuali disallineamenti rilevati nel breve periodo sono ascrivibili alla minore liquidità dello strumento obbligazionario. Il CDS pertanto risulta essere una misura di *pricing* più sensibile alle variabili di mercato.

3.3. Analisi di *benchmarking*

Al fine di determinare un tasso d'interesse conforme all'*arm's length principle*, è possibile effettuare un'**analisi di *benchmarking* su operazioni di finanziamento effettuate nel libero mercato**.

Tale approccio permette di individuare *loan* concessi a soggetti con *rating* simile a quello della *tested party* nella transazione *intercompany* in esame, selezionando, inoltre, per tipologia di strumento utilizzato (*e.g.* obbligazioni, *loan*, *revolving facility*³⁰), finalità (*e.g.* operazioni di finanziamento strutturali, *bridge loan*³¹), area geografica, ecc.

Si sottolinea, tuttavia, che la limitata disponibilità di comparabili³², unitamente all'elevata componente di soggettività riscontrabile nelle analisi, rende tale metodologia di difficile applicazione.

4. Le garanzie

Al fine di garantire adeguate risorse finanziarie e l'accesso a determinati contratti commerciali, gli *head offices* dei gruppi multinazionali forniscono **garanzie, sia finanziarie** sia commerciali, alle **società del gruppo**.

Tale servizio, coerentemente con quanto disposto dalle *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations* dell'OCSE del 2010, andrebbe **remunerato** sulla base di un prezzo determinato in conformità al principio dell'*arm's length*³³.

³⁰ Il termine "*revolving credit facility*" o "Credito rotativo" indica una linea di credito utilizzabile in più soluzioni. Il rimborso di un utilizzo non implica l'estinzione anticipata di quella parte della linea che rimane a disposizione del debitore sino alla scadenza.

³¹ Il "prestito ponte" generalmente è un prestito concesso per un breve periodo di tempo in attesa di essere sostituito da altri fondi, di solito un finanziamento permanente a lungo termine.

³² Nella pratica si riscontra spesso la mancanza di dati, soprattutto per il mercato europeo.

³³ Cfr. OECD, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, Parigi, 2010, par. 7.13: "*an intra-group service would usually exist where the higher credit rating were due to a guarantee by another*

In tale contesto è necessario identificare un'adeguata metodologia per determinare il prezzo di mercato del servizio.

Nel caso in cui il soggetto garantito abbia titoli quotati sul mercato, una metodologia di *pricing* utilizzata nella prassi si basa sull'**utilizzo dei CDS**. La quotazione del CDS rappresenta il prezzo *at arm's length* della garanzia, poiché riproduce in maniera sintetica il premio che un investitore sul libero mercato pagherebbe per assicurarsi contro il rischio di *default* dell'emittente.

Qualora il soggetto garantito non abbia CDS scambiati sul mercato, stante l'assenza di chiari riferimenti, nella prassi si ci avvale di metodologie tipiche del mondo valutativo e finanziario, quali:

- **metodo del miglioramento del merito creditizio:** il prezzo della garanzia viene determinato sulla base della differenza tra il tasso concesso a seguito della garanzia prestata (pertanto, a seguito del miglioramento del merito creditizio) e il tasso che sarebbe stato concesso qualora la società non fosse stata garantita. Tale metodologia rileva esclusivamente qualora sussistano le seguenti condizioni:
 - il garante ha un *rating* superiore a quello del soggetto garantito;
 - la garanzia è di natura finanziaria;
- **metodo della *Loss Given Default*:** secondo tale impostazione, tipica del mondo bancario, è necessario calcolare l'*expected loss rate*, risultante dal prodotto della probabilità di *default* e del *loss given default*³⁴ (LGD) del soggetto *borrower*; tale valore, moltiplicato per l'importo finanziato, rappresenta il costo della garanzia, in quanto riproduce la perdita attesa in termini monetari;
- **metodo delle opzioni:** tale metodo di *pricing* deriva dal "*Black-Scholes-Merton Model*"³⁵; il

group member, or where the enterprise benefitted from the group's reputation deriving from global marketing and public relations campaigns. In this respect, passive association should be distinguished from active promotion of the MNE group's attributes that positively enhances the profitmaking potential of particular members of the group. Each case must be determined according to its own facts and circumstances".

³⁴ La *Loss Given Default* è una misura del rischio di recupero; si riferisce alla percentuale di credito identificata che, in caso di insolvenza, non è possibile recuperare, ed è espressa come la differenza tra il valore del credito al momento del *default* ed il valore del credito recuperato, al netto dei costi legali e amministrativi sostenuti per il recupero e del costo finanziario del tempo intercorso tra il verificarsi dello stato di *default* e il recupero effettivo.

³⁵ Il modello di *Black-Scholes-Merton*, spesso semplicemente detto di *Black-Scholes*, è un modello dell'andamento

presupposto teorico su cui si basa tale metodologia è che il costo di una garanzia equivale, nella sostanza, al premio pagato per un'opzione

nel tempo del prezzo di strumenti finanziari, in particolare delle opzioni. L'intuizione fondamentale del modello di *Black e Scholes* è che un titolo derivato è implicitamente prezzato se il sottostante è scambiato sul mercato.

put su un nozionale analogo al finanziamento garantito. Pertanto, il prezzo del servizio della garanzia equivarrà al premio dell'opzione. Tuttavia, tale approccio è di difficile applicazione, stante la complessa metodologia di calcolo e le difficoltà nel reperimento dei dati prodromici all'applicazione del modello.