

# Transazioni finanziarie e strumenti ibridi

## Profili elusivi

di **PIERGIORGIO VALENTE\***

*Gli studi OCSE nel contesto del Progetto BEPS hanno evidenziato come gli strumenti finanziari e quelli ibridi possano essere utilizzati per effettuare pagamenti i quali sono, dal punto di vista economico, equivalenti agli interessi. Avendo, tuttavia, una forma giuridica diversa, possono sottrarsi alle norme che prevedono limiti alla loro deducibilità.*

*Le criticità connesse all'erosione della base imponibile determinata dai suindicati strumenti, una volta evidenziate dall'OCSE nel Rapporto "Addressing Base Erosion and Profit Shifting" del febbraio 2013, sono state più nel dettaglio affrontate nel contesto dell'Action 4 dell'Action Plan on Base*

*Erosion and Profit Shifting, del luglio 2013.*

*Con l'obiettivo di evitare i rischi di doppia non imposizione e di doppia deduzione connessi all'uso degli strumenti finanziari e di quelli ibridi, l'OCSE, nel recente documento "Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 - 2015 Final Report" (5 ottobre 2015), suggerisce agli Stati di adottare un approccio basato su una fixed ratio rule la quale limiti la deducibilità degli interessi – o dei pagamenti ad essi equivalenti – ad una percentuale dell'EBITDA.*

### 1. Premessa

Secondo i dati dell'OCSE, esposti nel contesto del Progetto BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*)<sup>1</sup>, particolare rilevanza assumono gli schemi elusivi posti in essere da istituzioni finanziarie per conseguire benefici meramente fiscali, sfruttando le asimmetrie derivanti dalle differenze che si registrano tra i diversi regimi fiscali nazionali.

I suddetti "schemi di pianificazione fiscale" risultano, in molti casi, formalmente non in contrasto con alcuna disposizione legislativa, bensì contrari al cd. "spirit of the law".

L'OCSE, al fine di contrastare le pratiche elusive connesse alle transazioni finanziarie, ha esortato gli Stati ad adottare norme<sup>2</sup>:

- che non consentono la deduzione degli interessi qualora, ad esempio, il ratio "debit to equity" della società finanziata è considerato eccessivo;
- dirette a negare i vantaggi derivanti dall'utilizzo di determinati strumenti ibridi, mediante l'armonizzazione del loro trattamento fiscale qualora la transazione avvenga tra due società residenti in giurisdizioni diverse;
- che limitano o negano l'applicazione di benefici fiscali, per esempio, nel caso in cui le transazioni siano prive di sostanza economica;

\* Con questo contributo la Rivista inaugura la collaborazione con il Gruppo di Studio Enrico Gustarelli per la Fiscalità d'Impresa di cui Piergiorgio Valente è membro.

<sup>1</sup> Cfr. OCSE, "Addressing Base Erosion and Profit Shifting", Parigi, 2013. Per approfondimenti sul Progetto BEPS cfr. Valente P., *Elusione Fiscale Internazionale*, Milano, 2014, pag. 1895 ss.

<sup>2</sup> Cfr. OCSE, *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*, op. cit., pag. 38.

- che prevedono l'imposizione di ritenute alla fonte con aliquote più elevate rispetto a quelle previste ordinariamente per i redditi da capitale, o, alternativamente, negano la deducibilità di alcune voci di costo<sup>3</sup>.

Lo scopo è quello di favorire la *tax compliance* e, allo stesso tempo, eliminare le distorsioni derivanti da schemi di pianificazione fiscale aggressiva<sup>4</sup>.

## 2. Le criticità connesse alle operazioni di *debt financing*

La maggior parte degli ordinamenti nazionali incentivano le società a finanziarsi (e finanziare) mediante debito invece che con *equity*, in quanto gli interessi sono generalmente deducibili<sup>5</sup>.

Una fattispecie frequente nella prassi si riscontra quando un gruppo pone in essere operazioni di "*debt financing*" tramite una entità del gruppo medesimo residente in un Paese a bassa tassazione, il quale finanzia le altre società residenti in Paesi a tassazione più elevata. Un caso è quello in cui una *branch*, residente in un Paese a fiscalità favorevole, finanzia l'*head office* residente in un Paese a tassazione più elevata<sup>6</sup>. Al fine di porre in essere tale operazione di finanziamento è necessario che lo Stato in cui è residente l'*head office* applichi un sistema di esenzioni per le *branch* previsto dalla legislazione locale oppure dai trattati contro le doppie imposizioni<sup>7</sup>.

Il debito sarà allocato alle società residenti in Paesi a fiscalità meno vantaggiosa. Ciò che ne deriva è che gli interessi sono dedotti dalla base imponibile delle società operanti in Paesi a tassazione elevata, mentre la *branch* finanziatrice del gruppo, che percepisce gli interessi, beneficia di un regime fiscale più vantaggioso, permettendo così una riduzione del carico fiscale complessivo del gruppo<sup>8</sup>.

Una ulteriore fattispecie è connessa alle operazioni straordinarie ed è implementata attraverso l'interposizione di una *holding*. A titolo esemplificativo, si considera l'acquisizione di una società manifatturiera residente in un ipotetico "Stato T", da parte di una impresa multinazionale residente in un altro Stato (di seguito, "Stato P")<sup>9</sup>. Al fine di porre in essere l'acquisizione, vengono effettuate le seguenti operazioni:

- l'impresa multinazionale costituisce una *holding* (di seguito anche, "*holding L*") in uno Stato diverso da quello di residenza (di seguito, "Stato L") (dove si trovano una o più società operative del gruppo), la quale riceve dalla società multinazionale un finanziamento infragruppo di 400 milioni di euro;

<sup>3</sup> Cfr. OCSE, *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*, op. cit., pag. 38: "rules, which impose higher withholding taxes on, or deny the deductibility of, certain payments (e.g. those made to entities located in certain jurisdictions)".

<sup>4</sup> Per approfondimenti in materia di pianificazione fiscale aggressiva cfr. Valente P., *Elusione Fiscale Internazionale*, Milano, 2014, pag. 270 ss.; Valente P., "Rapporto OCSE 2011: tax planning aggressivo e legittimo", in *Corr. Trib.*, n. 28/2011; Valente P., "Aggressive tax planning: esame del Rapporto OCSE sulle iniziative di tax governance", in *il fisco*, n. 18/2011.

<sup>5</sup> Infatti, nel caso in cui la *parent company* e la *subsidiary* siano residenti in giurisdizioni diverse e gli interessi siano soggetti a un differente trattamento fiscale, il livello di indebitamento della società finanziata avrà un impatto sul gettito fiscale del gruppo. Cfr. OCSE, *Report on the Attribution of Profits to Permanent Establishments*, Parigi, 2010. Per approfondimenti sul *Report on the Attribution of Profits to Permanent Establishments* dell'OCSE, cfr. Valente P., *Manuale del Transfer Pricing*, Milano, 2015, pag. 2746 ss.. Cfr. inoltre Valente P., "Tax planning aggressivo. Il Rapporto OCSE «Addressing Base Erosion and Profit Shifting»", in *il fisco*, n. 12/2013.

<sup>6</sup> Cfr. OCSE, *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*, op. cit., pag. 40.

<sup>7</sup> Cfr. OCSE, "Addressing Base Erosion and Profit Shifting", op. cit., pag. 40: "In general, this requires that the country in which the «head office» is set up operates an exemption system for foreign branches, either under domestic law or under double tax treaties".

Per approfondimenti in materia di stabile organizzazione e convenzioni contro le doppie imposizioni, cfr. Valente P., *Convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni*, Milano, 2012, pag. 245 ss.

<sup>8</sup> Cfr. OCSE, "Addressing Base Erosion and Profit Shifting", op. cit., pag. 43.

<sup>9</sup> L'acquisizione descritta è finanziata per il 60% mediante debito e per il 40% attraverso "*retained earnings*" della società acquirente.

- la *holding* L a sua volta costituisce un'altra *holding* (di seguito, "*holding* T") nello Stato T, in cui è residente la società *target*, la quale viene finanziata con uno strumento ibrido di 400 milioni di euro;
- la *holding* T "*accende*" un finanziamento bancario di 600 milioni di euro che utilizza, unitamente ai 400 milioni dello strumento ibrido, per acquisire la società *target*, la quale entra nel perimetro di consolidamento fiscale della *holding* T.

La suindicata struttura consente alla società multinazionale di ottenere benefici fiscali in ragione delle seguenti considerazioni<sup>10</sup>. La tecnica del *debt push down* permette alla *holding* T di dedurre dai ricavi operativi della *target* gli interessi passivi relativi al finanziamento bancario. La *holding* L, a sua volta, finanzia la *holding* T attraverso uno strumento ibrido (e.g., azioni privilegiate redimibili<sup>11</sup>), il quale è trattato come debito nello Stato T e come *equity* nello Stato L<sup>12</sup>. Gli interessi relativi al finanziamento concesso dalla società multinazionale alla *holding* L possono essere dedotti dai redditi prodotti dalla società operativa L, la quale ricade nel perimetro di consolidamento fiscale della *holding* L. Per effetto degli eventuali trattati contro le doppie imposizioni tra lo Stato L e lo Stato T, è possibile eliminare o ridurre eventuali ritenute alla fonte sui pagamenti effettuati dalla *holding* T alla *holding* L. Infine, al momento di un'eventuale cessione, le azioni detenute dalla *holding* T potrebbero essere vendute in esenzione da imposta all'acquirente. I profitti conseguiti nello Stato T potrebbero essere esentati da tassazione sulla base di un trattato contro le doppie imposizioni, mentre lo Stato L esenta i *capital gain* in base alla legislazione domestica<sup>13</sup>.

### 3. Operazioni finanziarie ed erosione della base imponibile

Le transazioni finanziarie intercorse tra società residenti in Paesi con differenti regimi fiscali possono dar luogo ad arbitraggi fiscali.

In siffatto contesto, vengono in considerazione i cd. *repurchase agreement* i quali sono contratti nei quali un venditore (generalmente una banca) cede un certo numero di titoli a un acquirente e si impegna, nello stesso momento, a riacquistarli a un prezzo (in genere più alto) e ad una data predeterminata. Trattasi, nella sostanza, di un prestito garantito da titoli, in cui la differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di riacquisto rappresenta gli interessi sul prestito.

L'effetto elusivo consegue al fatto che alcune giurisdizioni considerano la transazione come una vendita, con successivo riacquisto, mentre altre la considerano come un finanziamento collateralizzato<sup>14</sup>. La differenza nel trattamento consente di beneficiare: (i) della deduzione degli interessi passivi nello Stato in cui il contratto è trattato come un finanziamento collateralizzato, (ii) dell'esenzione sui *capital gain*, nello Stato in cui esso è trattato come una vendita di azioni con successivo riacquisto<sup>15</sup>.

Nel Rapporto OCSE, "*Building Transparent Tax Compliance by Banks*" (2009) è riportato il caso in cui, mediante *repurchase agreement* effettuati tra entità residenti in giurisdizioni diverse, si

<sup>10</sup> Cfr. OCSE, "*Addressing Base Erosion and Profit Shifting*", op. cit., pag. 80.

<sup>11</sup> Le azioni redimibili sono azioni privilegiate emesse con una clausola che riserva alla società il diritto di riacquistarle.

<sup>12</sup> Di conseguenza, gli interessi passivi verranno dedotti dai ricavi operativi della *target* e allo stesso tempo beneficeranno del regime di esenzione previsto dalla giurisdizione dello Stato L.

<sup>13</sup> Cfr. OCSE, "*Addressing Base Erosion and Profit Shifting*", op. cit., pag. 80:

"Upon exiting the investment, the shares in T Hold Co can be sold tax-free to the purchaser. State T may in fact be prevented from taxing the income under the relevant double tax treaty, while State L exempts capital gains on shares under its domestic law".

<sup>14</sup> Un finanziamento collateralizzato è un'operazione di finanziamento garantito da un asset (cd. "*collaterale*"), di solito rappresentato da un portafoglio di strumenti finanziari.

<sup>15</sup> Cfr. OCSE, "*Building Transparent Tax Compliance by Banks*", Parigi, 2009, p. 40.

ottengono benefici meramente fiscali. Lo schema descritto in siffatto documento prevede i seguenti *steps*<sup>16</sup>:

1. una banca (cd. “Banca D”) residente in uno Stato (cd. “Stato 2”) acquista 1 miliardo di dollari di capitale di un’altra banca (cd. “Banca C”) dello stesso gruppo, la quale è residente in un altro Stato (cd. “Stato 1”) ed è controllata da un’altra *subsidiary* del gruppo (cd. “Banca B”), residente anch’essa nello Stato 1; a tal fine, si finanzia per 1 miliardo di dollari con soggetti terzi (al 6% di tasso di interesse);
2. successivamente, la Banca B finanzia per 3 miliardi di dollari ad un tasso di interesse del 7% una banca non del gruppo (cd. “Banca A”), residente in un altro Stato (cd. “Stato 1”), utilizzando a tale scopo riserve per 2 miliardi di dollari e 1 miliardo di finanziamenti di terzi;
3. la Banca A utilizza 1 miliardo di dollari del suddetto finanziamento per finanziare soggetti terzi (all’8% di tasso di interesse) e la restante parte (*i.e.*, 2 miliardi di dollari) per acquistare dalla Banca B 2 miliardi di dollari di partecipazione nella Banca C. Contestualmente, la Banca B sottoscrive un *repurchase agreement* (attraverso opzioni *put* e *call*), così da acquistare azioni della Banca C dalla Banca A, al prezzo di 2 miliardi di dollari più interessi (pari al 7%)<sup>17</sup>;
4. la Banca C presta alla Banca B 3 miliardi di dollari, così da fornire le risorse finanziarie per effettuare le operazioni descritte al punto 2;
5. la Banca B esercita le opzioni *put* e *call*; pertanto il capitale detenuto dalla Banca A nella Banca C viene ceduto alla Banca B a 2 miliardi di dollari, a cui si aggiungono gli interessi (pari al 7% dei 2 miliardi di dollari);
6. infine, la Banca C distribuisce alla Banca B un dividendo pari all’importo degli interessi maturati nell’operazione di finanziamento di cui al punto 4<sup>18</sup>. Nello Stato 1:
  - gli interessi attivi della Banca A per finanziamenti a terzi producono 80 milioni di dollari di imponibile (*i.e.*, 1 miliardo di dollari moltiplicato per 8%);
  - la vendita di azioni della Banca C alla Banca B permette di realizzare una plusvalenza non tassabile pari a 140 milioni di dollari (2 miliardi di dollari moltiplicati per 7%);
  - il prestito dalla Banca B alla Banca A potrebbe generare una deduzione fiscale di 3 miliardi di dollari;
  - infine, poiché la Banca C è considerata parte del gruppo della Banca A, la Banca C potrà compensare gli interessi attivi derivanti dai 3 miliardi di dollari di finanziamento alla Banca B<sup>19</sup>.

Nello Stato 2:

- gli interessi passivi per finanziamenti verso terzi producono 60 milioni di interessi deducibili (*i.e.*, 1 miliardo di dollari moltiplicato per 6%);

<sup>16</sup> Cfr. OCSE, *Building Transparent Tax Compliance by Bank*, op. cit., p. 67.

<sup>17</sup> Cfr. OCSE, *Building Transparent Tax Compliance by Banks*, op. cit., p. 67:

“Country 1 Bank entity A lends EUR 1 billion to real external borrowers, and purchases EUR 2 billion equity interest in C from B. At the same time, Country 2 Bank entity B writes a put option and acquires a call option to acquire stock in C from A at EUR 2 billion plus interest (7%)”.

<sup>18</sup> Nell’esempio in commento si assume che nello Stato 1 i proventi derivanti dall’acquisto di azioni e la successiva rivendita (attraverso le *put and call option*), sono considerati ai fini fiscali come un *capital gain*, non soggetto a tassazione. Di contro, nello Stato 2 la suddetta operazione è considerata alla stregua di un finanziamento collateralizzato tra la Banca A e la Banca B (dove la Banca B è il *borrower*, la Banca A è il *lender* e le azioni della Banca C il *collateral*); pertanto gli interessi, pari al 7%, sono considerati deducibili. Nello Stato 2, la Banca B, sul dividendo ricevuto dalla Banca C, beneficia del *foreign tax credit* sulle imposte pagate all’estero da quest’ultima.

<sup>19</sup> Cfr. OCSE, *Building Transparent Tax Compliance by Banks*, op. cit., p. 68:

“However, as C would be part of the group while it was being held by A, Bank C would also be entitled to interest income from its EUR 3 billion loan to B, netting off the interest deduction”.

- l'operazione di vendita con successivo riacquisto, la quale è considerata un finanziamento collateralizzato, produce 140 milioni di interessi deducibili;
- la Banca B compensa gli interessi attivi derivanti dal finanziamento di 3 miliardi di dollari alla Banca A con gli interessi passivi derivanti dal finanziamento ricevuto dalla Banca C;
- gli interessi pagati dalla Banca B alla Banca C sono rimborsati successivamente nella forma di dividendi. I dividendi dalla Banca C alla Banca B sono sostanzialmente *tax free* grazie al *foreign tax credit* nello Stato 2<sup>20</sup>.

I profili di elusività sono connessi al fatto che il “*flusso circolare di fondi*” è caratterizzato da mancanza di sostanza economica. Inoltre, dato che la durata delle operazioni è giornaliera, esse non si riflettono nei bilanci consolidati dei gruppi coinvolti. Infine, il *repurchase agreement* è posto in essere al solo fine di sfruttare *gaps* e sovrapposizioni normative tra le giurisdizioni coinvolte.

#### 4. *Transfer pricing* finanziario ed erosione della base imponibile

Nella determinazione dei prezzi di trasferimento *intercompany*, al fine di evitare il trasferimento dei profitti da uno Stato all'altro e, di conseguenza, l'erosione della base imponibile, si adotta, quale criterio internazionalmente riconosciuto, il principio dell'*arm's length*, secondo cui le parti correlate devono allocare i profitti allo stesso modo di entità separate, nelle stesse o simili condizioni<sup>21</sup>.

Quando imprese indipendenti pongono in essere operazioni finanziarie, le condizioni applicate sono generalmente stabilite dal mercato; di contro, nelle transazioni tra parti correlate si potrebbe rilevare l'applicazione di prezzi e condizioni non conformi al principio di libera concorrenza.

Nella realtà operativa, 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<sup>22</sup>. In taluni casi, le suddette transazioni possono diventare veri e propri strumenti di pianificazione fiscale aggressiva. Pertanto, ai fini di un'efficace *compliance* fiscale, è necessario determinare adeguatamente i prezzi di trasferimento da applicare alle operazioni finanziarie *intercompany*.

Nei finanziamenti *cross border*, il “prezzo” è il tasso di interesse, per la cui determinazione è necessario in primo luogo identificare il mercato rilevante. La Circ. n. 32 del 22 settembre 1980 dell'Agenzia delle Entrate identifica come mercato rilevante ai fini dell'analisi, quello del mutuante (cd. *lender*).

Per la sentenza della Comm. trib. prov. di Bolzano sez. I 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, il tasso d'interesse *at arm's length* “deve essere 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

<sup>20</sup> Cfr. OCSE, *Building Transparent Tax Compliance by Banks*, op. cit., p. 68:

“Interest paid by B to C is later distributed back to B in the form of dividend payment after B re-acquires equity interest in C through the exercise of the options. The dividend from C to B is essentially tax-free for B due to the availability of foreign tax credit in Country 2”.

<sup>21</sup> Per approfondimenti sul principio di libera concorrenza cfr. Valente P., *Manuale del Transfer pricing*, op. cit., p. 107 ss.

<sup>22</sup> Breggen M.E.P., “Intercompany loans: observations from a transfer pricing perspective”, in *International Transfer Pricing Journal*, Vol. 13, 2006. Cfr. inoltre Valente P., *Manuale del Transfer pricing*, op. cit., p. 2677 ss.

*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*".

Nell'individuazione del mercato di riferimento, occorre, in ogni caso definire il processo di formazione dei flussi che coinvolgono le società del gruppo, applicando un metodo coerente sia con la prassi sia con la realtà aziendale.

Nel caso in cui non vi siano *internal comparable*<sup>23</sup>, e di conseguenza non fosse possibile applicare il metodo del confronto del prezzo cd. interno<sup>24</sup>, il metodo OCSE più appropriato risulterebbe il confronto del prezzo cd. esterno<sup>25</sup>. Al fine di applicare tale metodologia è necessario, in primo luogo, definire la rischiosità del *borrower*, mediante il ricorso a modelli di stima del merito creditizio (cd. *rating*), i quali classificano la solidità finanziaria di un emittente in funzione della sua probabilità di *default*<sup>26</sup>.

Se, al contrario, il soggetto mutuatario non è dotato di *rating* pubblico, è necessario individuare delle *proxy* che rappresentino adeguatamente la specifica rischiosità dell'emittente. A tale scopo, i principali *practitioners* 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*<sup>27</sup>, 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.

#### 4.1 Metodologie per la determinazione del tasso di interesse *at arm's length*

Una prima metodologia per la determinazione del tasso di interesse di libero mercato è rappresentata dalle curve dei tassi d'interesse del mercato obbligazionario. La metodologia in commento trova applicazione in presenza di un'operazione di finanziamento *standard* (cd. *plain vanilla*). In questo caso è possibile utilizzare come *benchmark* le curve dei rendimenti pubblicate dai principali *database* (e.g. Bloomberg<sup>TM</sup>). Al fine di applicare tale metodologia, è necessario prendere a riferimento le curve dei rendimenti relative alla classe di *rating* (e.g. "AA", "BBB+", ecc.) equivalente al merito creditizio del soggetto *borrower*. Nei principali *database* sono presenti le curve di rendimento<sup>28</sup> (cd. "*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

<sup>23</sup> Tali tipologie di transazioni si riferiscono a quelle poste in essere da una società appartenente al gruppo con soggetti indipendenti. Per approfondimenti, cfr. Valente P., *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., pag. 87 ss.

<sup>24</sup> A tal proposito cfr.:

- OCSE, *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";
- 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".

<sup>25</sup> Per approfondimenti, cfr. Valente P., *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., pag. 84 ss.

<sup>26</sup> La probabilità di *default* (PD) è la probabilità che la controparte si renda inadempiente all'obbligazione di restituire il capitale prestatato 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*.

Per approfondimenti cfr. Valente P., *Elusione Fiscale Internazionale*, op. cit., pag. 2007 ss.

<sup>27</sup> Per approfondimenti sull'analisi di *benchmarking*, cfr. Valente P., *Manuale del Transfer Pricing*, op. cit., pag. 2331 ss.

<sup>28</sup> 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.

il suo utilizzo non può che rappresentare un'approssimazione, sebbene pienamente accettata dai principali *practitioners*.

Un'ulteriore metodologia si basa sull'utilizzo degli strumenti derivati, nel caso di specie i *Credit Default Swap*<sup>29</sup> (di seguito anche "CDS"). In particolare, stante l'ipotesi di assenza di arbitraggi sul mercato nel lungo periodo, la quotazione del CDS sarà equivalente allo *spread*<sup>30</sup> da applicare su un determinato tasso base (e.g., Euribor<sup>31</sup>). 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. Le evidenze empiriche rilevano che, per i soggetti *investment grade*<sup>32</sup>, le deviazioni di breve periodo fra CDS e *spread* obbligazionari tendono 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.

Infine, con l'obiettivo di determinare un tasso d'interesse che sia 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*<sup>33</sup>), finalità (e.g. operazioni finanziamento strutturali, *bridge loan*<sup>34</sup>), area geografica, ecc..

La limitata disponibilità di comparabili<sup>35</sup>, unitamente all'elevata componente di soggettività riscontrabile nelle analisi, rendono tale metodologia di difficile applicazione.

## 5. Le criticità connesse agli strumenti ibridi

Tra gli schemi rilevati dall'OCSE in materia di pianificazione fiscale aggressiva, gli strumenti ibridi (*hybrid mismatch arrangements*) hanno suscitato particolare preoccupazione tra le Amministrazioni fiscali. Essi possono essere ricondotti alle seguenti tipologie<sup>36</sup>:

<sup>29</sup> Il *Credit Default Swap* (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito (cd. *protection buyer*) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in *basis point* rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (cd. *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. Nel CDS 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.

<sup>30</sup> 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.

<sup>31</sup> 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.

<sup>32</sup> *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.

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> Il prestito ponte generalmente è un prestito concesso per un breve periodo di tempo in attesa di essere sostituito con la ricezione di altri fondi, di solito un finanziamento permanente a lungo termine.

<sup>35</sup> Nella pratica si riscontra spesso la mancanza di dati, soprattutto per il mercato europeo.

<sup>36</sup> Cfr. OCSE, "*Addressing Base Erosion and Profit Shifting*", Parigi, 2013, pag. 40.

"2.13 Hybrid mismatches occur when an MNE makes use of a hybrid financial instrument or a hybrid entity to reduce the corporation tax that would otherwise be payable when looked at on a group-wide basis. A hybrid financial instrument is one that is treated as producing a payment that is tax deductible in the country in which it is paid, but which is not treated as a taxable receipt in the recipient's country (or which is not very highly taxed). A typical example is an instrument treated as debt in one country but as equity in the other" (cfr. HMRC, *Tackling aggressive tax planning in the global economy: UK priorities for the G20-OECD project for countering Base Erosion and Profit Shifting*, marzo 2014).

Secondo BIAAC, "*Hybrid arrangements are only one of the factors that create cross-border tax mismatches. We believe that full consideration of other factors that drive mismatches is critical to reach a proportionate and effective solution across this and the other BEPS actions. Aligning the tax impact of cross-border hybrid mismatches involves inherent complexity,*

- entità ibride, trattate come trasparenti ai fini fiscali in uno Stato e come non trasparenti in un altro Stato<sup>37</sup>;
- entità con *dual residence*<sup>38</sup>, considerate residenti ai fini fiscali in due Stati<sup>39</sup>;
- *strumenti* ibridi, trattati fiscalmente in maniera differente nei diversi Stati (ad esempio, il medesimo strumento può essere qualificato quale capitale di prestito in uno Stato e quale capitale di rischio in un altro);
- trasferimenti ibridi, cioè *arrangements* che sono disciplinati ai fini fiscali come trasferimento della proprietà di un *asset* in uno Stato e come “*collateralised loan*”<sup>40</sup> in un altro Stato.

Il 19 marzo 2014, l'OCSE ha pubblicato il documento “*BEPS Action 2: Neutralise The Effects of Hybrid Mismatch Arrangements*” nel quale propone soluzioni al fine di eliminare le distorsioni e i possibili arbitraggi fiscali realizzabili ponendo in essere *hybrid mismatch arrangements*<sup>41</sup>. Si raccomanda in particolare:

- la modifica all'art. 1 e relativo Commentario del Modello di Convenzione OCSE, al fine di contrastare i fenomeni di “*doppia non imposizione*” e “*doppia deduzione*”;
- l'implementazione di norme dirette a impedire l'esenzione dalla tassazione al percipiente di flussi di reddito, qualora questi ultimi siano considerati deducibili nello Stato del soggetto che li corrisponde;
- l'inserimento nella disciplina fiscale dei singoli Stati di norme che escludano la deducibilità dei pagamenti in uno Stato, qualora tali componenti non siano tassati nell'altro;
- l'implementazione di norme che escludano la deducibilità dei flussi di pagamento in uno Stato ove questa sia prevista anche in un altro Paese (cd. “*double deduction*”)<sup>42</sup>.

---

*with associated administrative and compliance challenges. We believe that the challenges created by complexity are being underestimated. Although action is needed to address BEPS concerns, that action should not come at the price of undue complexity and associated uncertainty and unintended consequences”* (cfr. BIAC, OECD DISCUSSION DRAFT ON BEPS ACTION 2: NEUTRALISE THE EFFECTS OF HYBRID MISMATCH ARRANGEMENTS, 2 maggio 2014).

<sup>37</sup> Cfr. Lüdicke J., Altorfer J., Blanluet G., Hohenwarter-Mayr D., Inoue K., Suarez S., Lange-Hückstädt C., “Cross-Border Loss Utilization”, in *Bulletin for International Taxation*, Vol. 68, 2014.

<sup>38</sup> Per approfondimenti in tema di doppia residenza delle persone giuridiche cfr. Valente P., Cardone D.M., *Esterovestizione: Profili probatori e metodologie di difesa nelle verifiche*, Milano, 2015, pag. 159 ss.

<sup>39</sup> “The Discussion Draft proposes solving cases of dual treaty residence on a case-by-case basis rather than by reference to the current rule which uses the place of effective management of entities. The proposed wording for Article 4 (3) requires always having a mutual agreement between the contracting states.

*Two major concerns arise from the consequences of this proposed requirement: (i) additional unnecessary burden on the tax authorities of the two contracting states: the mutual agreement procedure should be used as a last alternative, not first alternative; and (ii) potentially unjust to the taxpayer being subject to double taxation without fault and due to circumstances unrelated to his behaviour and beyond his influence”* (cfr. CFE, Opinion Statement FC 9/2014 of the CFE on the two OECD Discussion Drafts: Neutralise the effects of hybrid mismatch arrangements (BEPS Action 2), maggio 2014).

<sup>40</sup> Un *collateralised loan* o “*finanziamento collateralizzato*” è un'operazione di finanziamento garantito da un *asset* (cd. “*collaterale*”), di solito rappresentato da un portafoglio di strumenti finanziari.

<sup>41</sup> Le soluzioni proposte sono state poi ribadite nel documento OCSE, *Neutralising the Effects of Hybrid Mismatch Arrangements, Action 2 - 2015 Final Report*, 5 ottobre 2015.

Per approfondimenti in materia di *hybrid mismatch arrangements* cfr. Valente P., “I profili di elusività degli *hybrid mismatch arrangements*”, in *il fisco*, n. 33/2013; Valente P., *Elusione Fiscale Internazionale*, op. cit., pag. 2025 ss.

<sup>42</sup> “2.15 For a cross-border transaction it is not always possible to establish which country's tax base is being eroded and so rules which rely on being able to show that there is a main purpose of eroding a specific country's base, such as the UK's anti-arbitrage rules, can only operate from that country's perspective. But designing rules which can be adopted by a number of countries and applied consistently by each can provide a solution which addresses the international problem comprehensively. For hybrid financial instruments, important considerations are the way in which the hybrid mismatch is neutralised, and the scope of the rules in terms of the type of instrument and the relevance of any relationship between the payer and payee.

2.16 To solve this problem, it has been proposed that a rule should be introduced to apply only where there is a mismatch. This would either deny the payer a tax deduction for the payment, or force the recipient to include the amount as a taxable receipt, neutralising the mismatch. To prevent rules designed for multilateral adoption from producing double taxation, there must be an agreed order for their application. For example the rules could deny a deduction first, and force inclusion second. Applying the rules in this order provides the most direct response to the asymmetric deduction produced by a hybrid financial instrument. If the instrument was between two countries which had adopted the anti-mismatch rules then only the primary rule (deny deduction) would be needed. But if the payer's country did not operate these rules and a deduction was not denied, then the secondary rule would apply to force inclusion for the recipient.

2.17 For the scope of the rule, two approaches are being considered. The first is to set out specifically what falls within the scope of the rule. The second is to say specifically what falls outside its scope. An example of the first approach might be

Le raccomandazioni dell'OCSE riguardano tre categorie differenti di *hybrid mismatch arrangements*<sup>43</sup>:

- *hybrid entity payments*: i pagamenti effettuati dall'*hybrid payer* non sono tassati nella giurisdizione del percipiente oppure generano una “*doppia deduzione*”;
- *hybrid instruments*: strumenti ibridi trattati fiscalmente in maniera differente nei diversi Stati (ad esempio, il medesimo strumento può essere qualificato quale capitale di prestito in uno Stato e quale capitale di rischio in un altro);
- *reverse hybrid and imported mismatches*: un pagamento corrisposto da un investitore ad un intermediario non è tassato<sup>44</sup>.

Allo scopo di contrastare le distorsioni derivanti dall'utilizzo degli strumenti ibridi, l'OCSE suggerisce agli Stati di adottare disposizioni specifiche per ogni tipologia di *hybrid mismatch*. Le norme relative agli *hybrid instruments* dovrebbero essere focalizzate sul trattamento fiscale dello strumento nella giurisdizione estera (e.g. un'obbligazione convertibile può essere assimilata ai fini fiscali a debito o *equity*). Diversamente, le norme preposte a neutralizzare gli effetti fiscali dei *reverse hybrid arrangements* dovrebbero prevedere la richiesta di specifiche informazioni sia sull'investitore che sull'intermediario.

È inoltre importante procedere ad una corretta e adeguata stima dei *compliance cost and risk* relativi alle *hybrid mismatch rules*. Per ogni singolo emittente di strumenti finanziari esistono svariati investitori che detengono il titolo; pertanto, al fine di applicare le *hybrid mismatch rules*, in taluni casi, potrebbe essere più conveniente ottenere informazioni dagli emittenti piuttosto che dagli investitori.

## 6. Le raccomandazioni dell'OCSE

Gli studi OCSE nel contesto del Progetto BEPS hanno evidenziato come gli strumenti finanziari possano essere utilizzati per effettuare pagamenti i quali sono, dal punto di vista economico, equivalenti agli interessi. Avendo, tuttavia, una forma giuridica diversa, possono sottrarsi alle norme che prevedono limiti alla loro deducibilità.

Le criticità esposte nei paragrafi che precedono, una volta evidenziate dall'OCSE nel già citato Rapporto “*Addressing Base Erosion and Profit Shifting*”, sono state più nel dettaglio affrontate nel contesto dell'*Action 4* dell'*Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*, del luglio 2013.

Con l'obiettivo di evitare i rischi di *doppia non imposizione* e di *doppia deduzione* connessi all'uso degli strumenti finanziari e degli strumenti ibridi, l'OCSE, nel recente documento “*Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 - 2015 Final Report*” del 5 ottobre 2015 suggerisce agli Stati di adottare un approccio basato su una “*fixed ratio*

*to include only hybrid financial instruments held by related parties (including parties acting together) and hybrids held as part of structured arrangements. An example of the second approach might be for the rules to apply to all hybrid financial instruments other than those which are widely held or traded. If the second approach were adopted, it would be necessary to ensure that instruments held by related parties or as part of structured arrangements were included, even if those instruments were widely held or traded*” (HMRC, *Tackling aggressive tax planning in the global economy: UK priorities for the G20-OECD project for countering Base Erosion and Profit Shifting*, marzo 2014).

<sup>43</sup> Cfr. OCSE, *Beps Action 2: Neutralise The Effects of Hybrid Mismatch Arrangements, first draft*, Parigi, 2014, pag. 15.

<sup>44</sup> In tale contesto, l'OCSE individua due tipologie di *reverse hybrid and imported mismatches*:

- *arrangements* in cui le differenze nella qualificazione dell'intermediario comportano che il pagamento sia esente sia nello Stato dell'investitore sia in quello dell'intermediario beneficiario (cd. “*reverse hybrid*”);
- *arrangements* in cui l'intermediario costituisce un *hybrid mismatch arrangement* con un terzo, compensando le imposte relative al pagamento dell'investitore, con una deduzione o un credito d'imposta ottenuto mediante l'*hybrid mismatch arrangement* con il terzo (cd. “*imported mismatches*”).

Per approfondimenti cfr. Valente P., *Elusione Fiscale Internazionale*, op. cit., pag. 2025 ss.

*rule*” la quale limiti la deducibilità degli interessi – o dei pagamenti ad essi equivalenti – ad una percentuale dell’EBITDA<sup>45</sup>. Al fine di assicurare che venga prevista una percentuale dell’EBITDA sufficientemente contenuta – pur nel rispetto delle specificità e delle peculiarità di ciascuna giurisdizione – l’approccio suggerito prevede “*a corridor of possible ratios of between 10% and 30%*”. È altresì possibile introdurre una “*worldwide group ratio rule*” che consente a un’entità di eccedere il suindicato limite, in presenza di determinate condizioni. In considerazione del fatto che alcuni gruppi si presentano “*highly leveraged*” per effetto di finanziamenti concessi da terzi, l’approccio suggerito dall’OCSE dovrebbe prevedere “*a group ratio rule alongside the fixed ratio rule*”. Ciò consentirebbe ad una entità, con “*net interest expense*” al di sopra della *fixed ratio* prevista, di dedurre interessi “*up to the level of the net interest/EBITDA ratio of its worldwide group*”.

La “*worldwide group ratio rule*” basata sull’EBITDA può essere sostituita da “*group ratio rules*”<sup>46</sup> diverse, quale, ad esempio, l’“*equity escape rule*” – che si basa sul raffronto tra il livello di *equity* ed *assets* di una società e quello del gruppo di appartenenza – presente in alcuni ordinamenti<sup>47</sup>.

Agli Stati è data la facoltà di non introdurre alcuna “*group ratio rule*”. In tal caso, troverà applicazione la “*fixed ratio rule*” sia nei confronti dei gruppi multinazionali che nei confronti dei gruppi nazionali.

Infine, si rileva che a livello OCSE vi è la consapevolezza che il settore delle transazioni finanziarie presenta caratteristiche peculiari le quali richiedono interventi mirati con l’obiettivo di contrastare i fenomeni di erosione della base imponibile mediante il *profit shifting*. L’OCSE si propone di effettuare ulteriori approfondimenti di carattere tecnico, con particolare riguardo agli aspetti operativi della “*worldwide group ratio rule*”, nel corso del 2016.

<sup>45</sup> “Allows an entity to deduct net interest expense up to a benchmark net interest/EBITDA ratio Relevant factors help a country set its benchmark ratio within a corridor of 10%-30%” (cfr. OCSE, “Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 - 2015 Final Report”, Parigi, 2015, pag. 25).

<sup>46</sup> “Allows an entity to deduct net interest expense up to its group’s net interest/EBITDA ratio, where this is higher than the benchmark fixed ratio Option for a country to apply an uplift to a group’s net third party interest expense of up to 10%” (cfr. OCSE, “Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 - 2015 Final Report”, Parigi, 2015, pag. 25).

<sup>47</sup> “For example, under the «equity escape» rule applied in Finland and Germany (described in Annex C), the fixed ratio rule based on net interest/EBITDA does not apply if an entity can show that its equity/total assets ratio is equal to or exceeds that of its group (within a small tolerance). This approach has a stricter outcome for many groups as, where an entity is more highly leveraged than its group, it remains subject to the fixed ratio rule whereas, under the net third party interest/EBITDA rule described in this chapter, only net interest that exceeds both the benchmark fixed ratio and the group’s ratio is disallowed” (cfr. OCSE, “Limiting Base Erosion Involving Interest Deductions and Other Financial Payments, Action 4 - 2015 Final Report”, Parigi, 2015, pag. 58).