

**Dipartimento di Impresa e Management**  
Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'azienda

**“Impatti di Transfer Pricing nel (Merger)  
Leverage Buy-Out: un caso pratico di  
strutturazione dell’operazione”**

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Alessandro Mechelli

CORRELATORE

Andrea Cerofolini

Matricola 693701

CANDIDATO

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

# Sommario

Sommario .....	1
INTRODUZIONE .....	3
1. MERGER LEVERAGE BUY-OUT .....	5
1.1. L'evoluzione normativa .....	9
1.1.1. Ante riforma del diritto societario: la tesi <i>sostanzialistica</i> e quella <i>formalistica</i> .....	9
1.1.2. La riforma del diritto societario (2003): l'art. 7 della legge delega e l'introduzione dell'art. 2501- <i>bis</i> .....	21
1.1.3. La Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.6 del 30 marzo 2016: ulteriori conferme riguardo alla liceità dell'istituto .....	28
1.2. I connotati generali dell'istituto .....	30
1.3. Le fasi "classiche" ed i <i>player</i> coinvolti nell'operazione di <i>Merger Leverage Buy-Out</i> .....	33
1.3.1. Le caratteristiche della <i>target company</i> .....	41
1.3.2. Lo <i>Special Purpose Vehicle (SPV)</i> .....	44
1.3.3. La procedura di <i>exit</i> .....	47
2. TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI <i>TRANSFER PRICES</i> .....	49
2.1. Le origini del <i>Transfer Pricing</i> e le sue evoluzioni normative .....	50
2.1.1. La Circolare n.32 del 22 settembre 1980 .....	50
2.1.2. Il passaggio dal valore normale al principio dell' <i>arm's length</i> .....	55
2.1.3. La <i>Transfer Pricing Documentation</i> in Italia .....	59
2.2. Le <i>OECD Transfer Pricing Guidelines</i> .....	65
2.2.1. Il principio di libera concorrenza: l'articolo 9 del Modello di Convenzione fiscale OCSE .....	67
2.2.2. I metodi per la determinazione dei prezzi di trasferimento .....	69
2.2.3. L'analisi di comparabilità .....	82
2.3. <i>Base Erosion and Profit Shifting</i> .....	87
2.4. Servizi infragruppo e <i>shareholder loan</i> : l'inquadramento dell'Agenzia delle Entrate .....	92
3. STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING .....	94
3.1. Introduzione .....	94
3.2. Piattaforme consultate e strumenti utilizzati .....	97
3.3. Il <i>Merger Leverage Buy-Out</i> ed il <i>Debt on Equity ratio</i> scaturente dall'operazione .....	99
3.4. <i>Debt on Equity ratio: Benchmark Analysis</i> .....	101
3.4.1. Il set iniziale di società comparabili .....	102

3.4.2. <i>Screening</i> Quantitativi.....	103
3.4.3. <i>Screening</i> Qualitativi.....	105
3.4.4. Selezione del metodo più adatto per valutare il rispetto del principio <i>arm's length</i> .....	108
3.4.5. Risultati derivanti dalla <i>Benchmark Analysis</i> .....	111
3.5. <i>Creditworthiness analysis</i> : il merito creditizio di BCC4.....	115
3.5.1. L'individuazione del tasso d'interesse <i>arm's length</i> .....	119
3.5.2. Risultati derivanti dalla <i>Creditworthiness analysis</i> .....	121
3.6. Gli esiti del caso .....	122
4. CONCLUSIONI.....	123
Bibliografia.....	125
Sitografia .....	127
Ringraziamenti .....	128
Appendice 1 – Bilanci delle <i>target company CC1, CC2, CC3</i> .....	130
Appendice 2A – Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità Europea.....	136
Appendice 2B – Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità Europea: L – Attività Immobiliari.....	136
Appendice 3 – Criteri utilizzati per l'ottenimento del set iniziale di società comparabili .....	137
Appendice 4 – Moody's: "Rating Scale and Definitions" .....	138
RIASSUNTO.....	139
Introduzione.....	139
1. MERGER LEVERAGE BUY-OUT.....	139
2. TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI TRANSFER PRICES .....	142
3. STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING .....	145

## INTRODUZIONE

Tale elaborato si pone l'obiettivo di mostrare empiricamente i risvolti che presenta, dal punto di vista dei *transfer prices*, l'operazione di carattere straordinario comunemente nota con il nome di *Merger Leverage Buy-Out*.

Con tale nomenclatura si vuole inquadrare quella che è riassumibile come una particolare operazione finanziaria finalizzata all'acquisto (ed alla successiva fusione per incorporazione) di una o più società (o di un ramo aziendale) mediante il ricorso a capitali di prestito forniti da istituti di credito e/o da società finanziarie specializzate che verranno, terminata l'operazione, garantiti e successivamente rimborsati mediante gli utili prodotti dalla società acquisita ovvero tramite la cessione di alcuni o tutti i cespiti aziendali della stessa.<sup>1</sup>

Per fare ciò, viene *in primis* inquadrato l'istituto, ricostruendone brevemente le tappe storiche che hanno portato lo stesso a raggiungere l'ampia diffusione ed accettazione giuridico-giurisdizionale di cui gode al momento della stesura dell'elaborato, per poi delineare la cornice normativa in cui è incastonato, permettendone l'applicazione.

Successivamente la trattazione si sofferma sulle varie sfaccettature dell'istituto nonché le varie modalità di implementazione dello stesso e, per farlo, vengono passate in osservazione "le fasi classiche ed i *player*" che accomunano un'operazione tipo di *(Merger) Leverage Buy-Out*.

In *secundis* viene trattata la tematica dei prezzi di trasferimento, dapprima profilandone una *big picture* dappoi la cornice normativa che negli anni, evolvendosi ed ampliandosi, ne ha delineato i confini normativi ed applicativi, illustrando infine i punti di contatto e "l'intreccio" che vi è tra il *Transfer Pricing* ed un'operazione di *(Merger) Leverage Buy-Out*; tale secondo capitolo si conclude affrontando nello specifico i punti di interesse e le peculiarità che, alla luce delle disposizioni in materia di *Transfer Pricing*, sono di primaria importanza in sede di *Merger Leverage Buy-Out*, quali il *Debt on Equity ratio*, il merito creditizio del *borrower* e la determinazione di un tasso d'interesse *arm's length*.

La terza parte dell'elaborato è invece orientata ad una dimostrazione pratica di dell'operazione, delineando l'*actio* di una società di fantasia, la LUX Holding, la quale

---

<sup>1</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buy out*, Luiss University Press, Roma 1993, p.15.

una volta identificate la *target company*, intende acquisirne il possesso per procedere poi alla fusione per incorporazione della stesse mediante il veicolo a tal fine costituito. Giunti a tal punto, si è poi proceduto svolgendo le analisi di congruità – segnatamente una *Debt on Equity ratio Benchmark Analysis* ed una *Creditworthiness Analysis* – al fine di verificare l'adeguatezza e la *feasibility* dell'operazione stessa.

# 1. MERGER LEVERAGE BUY-OUT

Il *(Merger) Leverage Buy-Out* è un istituto che rientra nello spettro delle operazioni comunemente denominate di "finanza straordinaria", e gode attualmente di unanime riconoscimento sia dal punto di vista giuridico-legislativo che in ottica applicativa, pur avendo dovuto attendere per decenni prima di veder riconosciuta dal Legislatore nostrano la sua liceità.

Ai fini di una maggiore chiarezza espositiva, prima di procedere alla trattazione degli argomenti in esame, si fornisce una prima definizione di *(Merger) Leverage Buy-Out*<sup>2</sup>, tratta dalla Circolare n.6 dell'Agenzia delle Entrate del 30 marzo 2016, la quale ha per oggetto chiarimenti in merito al trattamento fiscale della suddetta operazione ed ha ricoperto un crocevia di prim'ordine per l'applicazione della stessa:

*"L'espressione "operazioni di acquisizione con indebitamento" – con cui si fa riferimento sia ad una singola operazione sia ad un complesso di operazioni anche di forme diverse – definisce l'acquisizione di un'azienda o di una partecipazione (di controllo o totalitaria) in una determinata società (anche a capo di un gruppo operativo), denominata "bersaglio" (o "obiettivo" o target o target company o target group), posta in essere mediante la creazione di un'apposita società veicolo (cd. Special Purpose Vehicle - SPV o BidCo o NewCo) che viene finanziata in parte, anche minima, mediante capitale proprio (equity) ed in parte mediante prestiti onerosi (debt). (...) Tali operazioni di acquisizione con indebitamento (di seguito anche "(merger) leveraged buy-out - MLBO/LBO"), pertanto, si caratterizzano per l'esistenza di una sola causa, che è costituita dall'acquisizione di un'impresa o di una partecipazione che consenta il controllo della target."*

---

<sup>2</sup> Circolare n. 6 del 30 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Agenzia delle Entrate, Roma 2016.

Per quanto la sua diffusione sia iniziata in seno agli Stati Uniti, l'istituto gode attualmente di un'applicazione a livello mondiale che coinvolge numerosi e differenti settori come dimostra la tabella seguente.

*Tabella 1: I settori in cui opera la target e la percentuale di operazioni effettuate*

Settore Target	Consumer	Industrial	Media	Financial	Information Technology	Basic Materials	Energy
1980-1985	43%	29%	5%	5%	5%	10%	5%
1986-1989	58%	21%	2%	8%	1%	7%	0%
1990-1993	47%	21%	7%	9%	7%	7%	1%
1994-1997	41%	28%	7%	4%	3%	6%	1%
1998-2001	42%	23%	10%	6%	6%	4%	2%
2002-2005	45%	24%	10%	6%	6%	5%	2%
2006-2009	44%	23%	9%	8%	6%	5%	3%
2010-2013	43%	22%	9%	8%	9%	4%	3%
2014-2016	41%	21%	8%	10%	9%	4%	4%

Fonte: Franceschi, Bonaventura: *Leveraged Buy-Out e crisi d'impresa: profili economico aziendalistic*<sup>3</sup>

L'istituto è stato protagonista nel corso degli anni di una vera e propria ascesa, iniziata dopo la metà del secolo scorso, le cui radici risalgono addirittura agli inizi del 900<sup>4</sup>.

Correva infatti l'anno 1899 quando Henry Ford abbandona il suo incarico presso la *Detroit Motor Company*, deciso a fondare la propria casa automobilistica, che vedrà la luce il 16 giugno 1903 a Dearborn, Michigan, grazie anche all'apporto economico di altri dodici *shareholder*.

La Ford Motor Company ha scritto pagine indelebili della storia del settore *automotive* e dell'economia in generale: l'introduzione e l'utilizzo della catena di montaggio ed il nastro trasportatore hanno tracciato un sentiero che tutto il settore ha poi percorso – da qui il termine "Fordismo" - tuttavia le novità che Ford ha apportato nei primi anni del secolo scorso non si sono limitate unicamente ad aspetti tecnici intrinseci al settore automobilistico: nel 1919 gli *shareholder*, in virtù del successo che il *Model T* sta riscuotendo sul mercato, entrano in conflitto con

<sup>3</sup> Sono state escluse dal presente elaborato le colonne della tabella "*Energy & Utilities*" e "*Altri*" invece rappresentate dalla fonte, la prima in virtù del moderato importo (0-1%) la seconda con fini di maggior chiarezza, non presentando inoltre valori da sottolineare in via particolare.

<sup>4</sup> P. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, fourth edition*, New York 2007.

l'imprenditore in merito alla *dividend policy* da quest'ultimo praticata, ritenuta eccessivamente avara e non in linea con il *modus operandi* delle altre industrie dell'epoca. Ford decide così di privatizzare la società ed acquisirne il pieno controllo, e per farlo dà vita a quella che è unanimemente riconosciuta come **la prima vera operazione di Leverage Buy-Out della storia**: procede all'acquisto di azioni proprie per un controvalore di 106 Milioni di dollari, dei quali ben 75 sono ottenuti tramite indebitamento nei confronti di banche della East Coast, quali la Chase Security, Old Colony Trust e Bond & Goodwin.

Da quel momento in poi il *Leverage Buy-Out* è stato oggetto di accesi dibattiti<sup>5</sup>, sia dal lato della dottrina che da quello economico-aziendale, con le giurisdizioni delle varie Nazioni che spesso hanno trattato in maniera differente tale fattispecie, specialmente durante il suo primo ventennio di vita, per poi convergere verso un'accettazione unanime, che in Italia è testimoniata dal novellato articolo 2501 -*bis* Cod.Civ. post-riforma del diritto societario del 2003, nel quale il Legislatore ha finalmente riconosciuto all'istituto la piena cittadinanza giuridica nell'ordinamento disciplinando la "*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*".

Da un punto di vista cronologico, la diffusione vera e propria dell'istituto principia negli anni 60' e 70' negli Stati Uniti, per poi godere d'importazione in Europa, *in primis* nel Regno Unito, ed ha il proprio "boom" negli anni 80' grazie all'evoluzione del fenomeno rinominato "*going private*"<sup>6</sup>, che prende avvio dalla volontà di privatizzarsi ampiamente diffusa tra le grandi *public company*, le quali per raggiungere il loro intento mettono in atto *spin-off* e cessioni di divisioni aziendali, e per far ciò fanno uso dell'istituto del *Leverage Buy-Out*.

Tale trend fa sì che dal 1981 il valore medio di un operazione di *Leverage Buy-Out* passi dai 39,42 ai 137,45 milioni di dollari registrati nel 1987, pur ferma restando la limitata applicazione dell'istituto rispetto alle altre operazioni straordinarie, come testimoniato dalle sole 259 implementazioni del meccanismo di *Leverage Buy-Out* rispetto alle 3701 fusioni effettuate nel corso del 1987.

---

<sup>5</sup> Tra le critiche più aspre si ricorda quella lanciata dall'allora Presidente della SEC Shaq, il quale dichiarò che "*the more leveraged takeovers and buyout today, the more bankruptcies tomorrow*" SHAD, *The Leveraging of America*, Wall Street Journal, 8 giugno 1984, p.28.

<sup>6</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buyout*, Luiss University Press, Roma 2003, p.12.

Tale crescita tocca il suo apice alla fine degli anni 80', con due operazioni che segnano indelebilmente la storia dell'istituto, la prima delle quali ha luogo proprio negli Stati Uniti e vede come protagonisti la RJR Nabisco, *market leader* nel settore del tabacco ed in quello alimentare, e la società d'investimento Kohlberg Kravis Roberts & Co., con la seconda che riesce ad avere la meglio sulla "cordata" capitanata dal CEO della Nabisco, Frederik Ross Johnson, aggiudicandosi il possesso del colosso americano per 26,4 miliardi di dollari<sup>7</sup>, facendo registrare quello che per molti anni è rimasto il più grande *Leverage Buy-Out* della storia, in cui l'acquirente ha versato solo il 10% dell'ammontare di cui sopra, con la restante parte della fetta che è stata coperta da prestiti e *junk bonds*.

La seconda operazione che ha scandito la storia dell'istituto ha invece luogo in Europa, in particolare in Italia, quando nel 1999 la Olivetti riesce a garantirsi per mezzo della *NewCo* Olivetti Tecnost una partecipazione di controllo del 51,02% di Telecom Italia, facendo leva in maniera preponderante sul debito bancario e l'emissione di obbligazioni.

Se l'operazione di stampo americano ha fatto sì che il *Leverage Buy-Out* ricevesse riconoscimento a livello mondiale, l'OPA di Olivetti ha segnato l'inizio vero e proprio del dibattito in seno al Vecchio Continente ed in Italia in particolar modo, avente ad oggetto l'operazione che per oltre un ventennio ha visto contrapporsi la più onorevole Dottrina ed i maggiori operatori economici, fino a che come si è avuto modo di dire al principio, non è giunto l'intervento pacificatore del Legislatore.

---

<sup>7</sup> Onado, *Il Sole 24 Ore*, 27 settembre 1992.

## 1.1. L'evoluzione normativa

Alla base del processo di regolamentazione vi era la necessità di dare un inquadramento giuridico ad un'operazione la cui diffusione era ormai totale ed il cui utilizzo cresceva di anno in anno, non solo dal punto di vista prettamente numerico delle implementazioni ma, soprattutto, nella portata economica delle stesse, come testimoniato dalla seguente tabella.

*Tabella 2: Trend storico dell'istituto in Italia dal 1990 al 2000*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>N°</b>	19	44	35	17	30	12	24	27	38	65	53
<b>Avr.</b>	1.29	2.27	2.17	3.82	3.31	2.94	6.51	7.23	6.35	13.53	25.72

Fonte: AIFI Yearbook, EVCA YearBook – anni vari.

**Prima della riforma del diritto societario difatti, non vi era nel nostro ordinamento una legge che disciplinasse le operazioni di *Leverage Buy-Out*.** Tale lacuna legislativa oltre ad essere la causa scatenate del dibattito summenzionato, contribuiva ad aumentare la nebulosità intorno all'operazione impedendone un chiaro inquadramento applicativo, che come logico riflesso ha portato ancora maggiore incertezza tra gli operatori del settore.

E' perciò evidente come la regolamentazione operata all'inizio degli anni 2000 abbia segnato uno spartiacque nella storia del *Merger Leverage Buy-Out*, eliminando in maniera definitiva i sospetti che aleggiavano sull'operazione, di cui si discorre nella successiva sezione.

### 1.1.1. Ante riforma del diritto societario: la tesi *sostanzialistica* e quella *formalistica*

La complessità dell'istituto è tale per cui le norme imperative di diritto societario che direttamente od indirettamente potrebbero risultare violate in seguito ad una sua (errata) implementazione sono numerose ed eterogenee, potendo in tal senso citare quelle relative al conflitto d'interesse fra il socio o gli amministratori e la società (artt. 2373 e 2391), alla disciplina della distribuzione degli utili ai soci e della loro

illegale ripartizione (artt. 2433 e 2627) nonché alla disciplina generale del contratto in frode alla legge (art. 1344)<sup>8</sup>.

A tal riguardo, in Italia si vennero a creare due differenti correnti di pensiero: da un lato, coloro che ritenevano che l'operazione fosse da configurare come illecita, e cioè i promotori della tesi cd. *sostanzialistica*, ai quali si opponeva la dottrina *formalistica*, seguita da coloro i quali sostenevano come l'istituto non si ponesse in contrasto con le norme allora vigenti nell'ordinamento italiano.

Le ragioni che spingevano i sostanzialisti - tra i quali spiccano i nomi di Grande Stevens<sup>9</sup>, Montalenti<sup>10</sup> e Morello<sup>11</sup> - a denunciare l'illiceità dell'istituto sono legate principalmente (ma non unicamente<sup>12</sup>) alle disposizioni relative al divieto di *financial assistance* ed ai limiti statuiti dall'ordinamento per l'acquisto di azioni proprie<sup>13</sup>. Quest'ultimo può difatti costituire un rischio per la società, per i suoi creditori nonché per gli azionisti di maggioranza, potendo prefigurare la fattispecie di annacquamento del capitale.

Ed è proprio la volontà di evitare tale accadimento la *ratio* che ha spinto il Legislatore, a stabilire quattro condizioni di legittimità all'acquisto di azioni proprie in virtù delle disposizioni ex art. 2357 Cod.Civ.<sup>14</sup>:

---

<sup>8</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buyout*, Luiss University Press, Roma 1993, pp. 27, 28.

<sup>9</sup> Grande Stevens, *Fuori chi bara*, in *Espansione*, 1988, p.50.

<sup>10</sup> Montalenti, *Il Leveraged buy out*, Milano, 1991.

<sup>11</sup> Morello, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy out e management buy outs*, in AA. VV. *Fusioni concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990; Gommellini, *Le operazioni di leveraged buy-out di fronte al diritto italiano delle società*, in *Riv.dir.comm.* 1989, p.161.

<sup>12</sup> Marabini, *I problemi sempre attuali del leveraged buy-out*, in *Dir.comm.inter.*, 1996, p.165.

<sup>13</sup> Trattasi peraltro di due disposizioni che hanno ottenuto cittadinanza all'interno del perimetro giuridico italiano in seguito al recepimento della II Direttiva CEE in materia societaria (n. 77/1991).

<sup>14</sup> Art. 2357 c.c. versione aggiornata al 2019:

- I. *“La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.*
- II. *L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.*
- III. *In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.*

- I. L'operazione di acquisto deve essere preventivamente autorizzata dall'assemblea dei soci (limitazione di carattere procedimentale), la quale disciplina il prezzo minimo e massimo di acquisto oltreché la durata del possesso, che comunque non può superare i 18 mesi;
- II. Deve trattarsi di azioni completamente liberate (limitazione di carattere oggettivo);
- III. Le azioni proprie che la società può acquisire trovano il loro tetto massimo nella somma degli utili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato; inoltre, l'ammontare totale delle azioni proprie acquistate non può comunque eccedere la decima parte del capitale sociale (doppia limitazione di carattere patrimoniale);

Il quarto comma del sopracitato articolo (riportato integralmente in nota) statuisce poi che l'eventuale diniego alle disposizioni di cui sopra comporta l'obbligo di alienazione delle azioni entro un anno dal loro acquisto, ovvero l'annullamento delle medesime con conseguente riduzione del capitale sociale.

---

*IV. Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma.*

*V. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona”.*

I limiti sanciti in forza dell'art. 2357 sono da leggere in combinato<sup>15</sup> con quanto disposto in seno all'art. 2357-ter<sup>16</sup>, il quale fissa tre pilastri di primaria rilevanza afferenti le azioni proprie acquisite dalla società:

- I. Il diritto di voto delle stesse è sospeso, ma queste sono comunque computate nel calcolo del *quorum* richiesto per la costituzione e la successiva delibera in sede assembleare;
- II. Fintanto che le azioni permangono in mano alla società, i diritti di voto e di opzione di queste ultime sono proporzionalmente attribuiti alle altre azioni;
- III. Il Legislatore richiede infine che, a tutela dell'integrità del patrimonio sociale, venga costituita in calce allo Stato Patrimoniale una riserva indisponibile - che prende il nome di *Riserva per Azioni proprie in Portafoglio* - di ammontare eguale a quello delle azioni oggetto di acquisto.

L'altro elemento che, sempre secondo i sostanzialisti, rendeva illegale un'operazione di *Leverage Buy-Out* poteva riscontrarsi nel divieto (in particolare quando questa si concludeva con un *merger*) di *financial assistance* finalizzato all'acquisto di azioni

---

<sup>15</sup> Per quanto riguarda le società quotate, le disposizioni degli articoli 2357 ss. Sono da leggere di concerto con quanto previsto dal Testo Unico della Finanza (TUIF) all'art. 132 "*Acquisto di azioni proprie e della società controllante*", il cui contenuto aggiornato è di seguito riportato:

- I. *Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento.*
- II. *Il comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.*
- III. *I commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile.*

<sup>16</sup> Il testo dell'articolo 2357-ter, prima che questo venisse modificato in seguito alla riforma del diritto societario, è il seguente:

- I. *Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate a norma dei due articoli precedenti se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità.*
- II. *Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea.*
- III. *Una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni non siano trasferite o annullate.*

proprie, sancito all'articolo 2358<sup>17</sup> del codice civile, rimasto immutato anche dopo la riforma del diritto societario, il cui contenuto integrale – alla data di stesura del presente lavoro – è riportata in nota.

Per assistenza finanziaria si intende qualsiasi forma di concessione di credito<sup>18</sup>:

- Prestiti per cassa (mutui, aperture di credito, anticipazioni, etc....);
- Crediti di firma o concessioni di garanzie sia reali (pegno, ipoteca) che personali (fideiussione).

Le finalità del divieto in parte si affiancano a quelle precedentemente delineate in virtù degli artt. 2357 ss., per quanto riguarda la volontà di non lasciar depauperizzare il patrimonio societario, mirando in aggiunta ad evitare comportamenti opportunistici, cd. *moral hazard*, da parte dei soggetti apicali della società i quali in virtù del loro potere potrebbero far utilizzo di garanzie societarie per consentire l'acquisto di azioni proprie, per poi manovrare indirettamente la società mediante i terzi acquirenti delle stesse.

I sostanzialisti sostengono che in un'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* vi sia una violazione nella sostanza della sopracitata norma poiché il debito che la *NewCo* contrae al fine di acquisire la società bersaglio viene in ultima istanza a gravare proprio su di essa, ragion per cui, è come se la società *target* offrisse delle garanzie – che a seguito della fusione sono identificabili come i suoi *asset* o i suoi flussi di

---

<sup>17</sup> Art 2358 – “altre operazioni sulla azioni proprie”:

- I. *La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo.*
- II. *Tali operazioni sono preventivamente autorizzate dall'assemblea straordinaria.*
- III. *Gli amministratori della società predispongono una relazione che illustri, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società ed indicando il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni. Nella relazione gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato. La relazione è depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea. Il verbale dell'assemblea, corredato dalla relazione degli amministratori, è depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese. (..).*

<sup>18</sup> S. Zambelli, *Il leveraged Buy Out in Italia: controversie e casi aziendali; Profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011.

cassa – al fine di favorire l’acquisto delle proprie azioni. Essi ritengono perciò che, seppur formalmente legale, l’operazione sia in realtà viziata sul piano della sostanza, andando questa a frustrare la *ratio* del Legislatore in materia di assistenza finanziaria.

Alla luce della normativa appena citata, si analizzano alcuni casi di primaria importanza prettamente collegati alla stessa, con risvolti di rilievo in tema di (*Merger*) *Leverage Buy-Out*, che hanno rappresentato una testimonianza ulteriore della necessità di regolamentazione di cui necessitava l’operazione oggetto del presente elaborato.

Va in oltre sottolineato come la Giurisprudenza che ha affrontato il tema della liceità dell’istituto non sia numerosa, dato che in maniera pressoché totalitaria tale forma di acquisizione ha avuto ad oggetto società, in Italia, con una base azionaria di ridotte dimensioni, nelle quali è stato piuttosto agevole il raggiungimento di un accordo tra i vari azionisti, riducendo perciò al minimo il numero di possibili contestazioni (e quindi di pronunce in merito).

E’ poi neanche necessario evidenziare come per la casistica presente e la giurisprudenza e la dottrina abbiano utilizzato il termine *Leveraged Buy-Out* in modo estremamente generico senza tener presente come il modello operativo che ricade sotto tale denominazione può assumere svariate caratteristiche<sup>19</sup>.

#### **1.1.1.1. II Caso Farmitalia Carlo Erba S.p.A.**

Già nell’ultimo decennio del secolo scorso sono arrivate le prime pronunzie della Giurisprudenza in merito a precise fattispecie inerenti l’operazione, che in virtù della discordanza tra le stesse hanno avuto come unico risultato quello di accrescere la già elevata incertezza che aleggiava intorno all’istituto.

La divergenza in ambito giurisprudenziale si rinviene già nella prima pronuncia riferibile al *Leverage Buy-Out*, unanimemente riconosciuta come “*Il caso Farmitalia*”<sup>20</sup>, avente per oggetto un’acquisizione con indebitamento realizzata *intercompany*, in cui la Montedison S.p.A. mira ad ottenere il controllo totalitario di

---

<sup>19</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buyout*, Luiss University Press, Roma 1993, p.70.

<sup>20</sup> Il testo completo della sentenza in esame è rinvenibile in [www.foroitaliano.it](http://www.foroitaliano.it), 1992, I, p.2829 ma anche in *Giur. Comm.*, 1992, II, p.993, con nota di Chieffi; in *Riv. Dir. Comm.*, 1993, II, p.77, con nota di Grammegna.

Farmitalia S.p.A. (di cui già possedeva azioni per un controvalore pari al 75% del capitale sociale della stessa, grazie alle partecipazioni che le sue controllate Erbamont NV e Erbamont Italia BV vantavano nella società bersaglio).

Per raggiungere il suo scopo, la società costituisce un veicolo, il cui fine è unicamente quello di procedere all'acquisizione della sopracitata, la cui struttura patrimoniale è formata in piccola parte da un aumento di capitale sottoscritto da Montedison ed in maniera preponderante grazie ad un elevato indebitamento.

Una volta raggiunta la maggioranza delle partecipazioni scatta la fusione per incorporazione diretta (dove la *NewCo* agisce da incorporante e Farmitalia S.p.A. è l'incorporata), dalla quale scaturisce la Farmitalia Carlo Erba S.r.l., la quale mira a ripagare l'alto debito contratto mediante disposizione degli *asset* della *target*.

Tale operazione assume un ruolo centrale nell'ordinamento economico-giuridico italiano nel momento in cui, pochi giorni dopo la conclusione delle operazioni, viene impugnata la decisione di fusione asserendo come il debito che il veicolo aveva contratto, nella sostanza dei fatti, finisce per gravare sugli azionisti della *target company*, i quali in virtù degli effetti della sopracitata operazione sono adesso nella compagine azionaria della società risultante dalla fusione.

Tale *facti species* rispecchia perciò in toto le idee sostanzialiste, venendosi in tale caso a richiedere una illiceità dell'operazione per la violazione delle disposizioni agli artt. 2357 e 2358 (per quanto in ultima analisi sarà solo la prima disposizione ad esser oggetto della sentenza).

Facendo seguito all'impugnazione, il 14 maggio 1992 il Tribunale Civile di Milano per la prima volta<sup>21</sup> affronta l'argomento dichiarando escluso il contrasto con l'articolo 2357, aggiungendo inoltre che:

*"La fusione non comporta per la società acquisita una operazione di prestito o di garanzia finalizzata a fare acquistare sue azioni alla società acquirente".*

---

<sup>21</sup> Il foro Italiano, p. 2829: "è facile prevedere che la pronuncia dei giudici milanesi costituirà per il diritto societario italiano il leading precedent in materia di Leveraged Buy-Out. La liceità della tecnica finanziaria che prevede l'acquisizione del controllo di una società e il successivo trasferimento del corso delle azioni sul suo stesso patrimonio giunge infatti per la prima volta al vaglio della Giurisprudenza".

Sebbene in sede civile sia stata pronunciata la congruità dell'operazione nel pieno rispetto del tessuto normativo italiano, il 30 giugno dello stesso anno il Tribunale Penale di Milano<sup>22</sup> dichiara come la questa risulti essere in contrasto con i limiti operativi relativi all'acquisto di azioni proprie, motivando la decisione con la ravvisata violazione dell'ultimo comma dell'art. 2357, ribaltando perciò la sentenza civile proprio con riguardo al ritaglio appena citato, evidenziando come l'acquisto della *target* sia stato raggiunto mediante una figura intermedia, ovvero il veicolo all'uopo costituito, giungendo così alla condanna per gli amministratori di ambo le società.

#### **1.1.1.2. Il Caso Manifattura di Courgnè S.p.A.**

La sentenza in esame, datata 1995, assume primaria importanza poiché a differenza della precedente non è imperniata sui limiti sanciti in forza dell'art. 2357 Cod.Civ. bensì sulle disposizioni relative al divieto di *financial assistance*, che non consentono alle società di fornire prestiti, garanzie o qualsivoglia concessione a parti terze, sia direttamente che indirettamente, affinché queste procedano poi all'acquisto di azioni proprie, ivi incluso qualora tale procedimento sia effettuato tramite l'interposizione di un intermediario.

Invero, l'art. 2358 riconosce come causa esimente dalle disposizioni dello stesso la possibilità che le operazioni siano "*effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllante*", potendo con ciò configurare gli amministratori o le figure apicali come soggetti alle dipendenze della società. La disposizione citata al comma terzo dell'articolo in questione porta però con sé margini di aleatorietà e soggettività preferibilmente valutabili caso per caso, tanto che in dottrina il dibattito<sup>23</sup> relativo al corretto inquadramento delle figure di vertice è stato aspro e perlopiù incapace di fornire risposte conclusive.

Il caso Manifattura Courgnè tuttavia, non solo non presenta le caratteristiche richieste per l'esenzione dalle norme in esame, ma addirittura si conclude con il fallimento della società *target*, ossia proprio la Manifattura Courgnè S.p.A..

---

<sup>22</sup> Tribunale Penale di Milano 30 giugno 1992, pubblicata in Foro.it, 1992, I, p.168.

<sup>23</sup> Perlopiù Angelini (2001), Busani, Fava e Fuschino (2003).

L'operazione è disegnabile come un *Leverage Buy-Out*, pertanto senza fusione conclusiva<sup>24</sup>, nel quale la società veicolo Teseo S.r.l., mediante un prestito accordatogli da un gruppo di banche sottoposte al controllo di Monte Dei Paschi di Siena, conclude l'acquisto della *target company*.

Successivamente, proprio la società bersaglio richiede un secondo finanziamento al medesimo gruppo di finanziatori, per poi recapitarlo alla sua controllante la quale così facendo, ha dapprima estinto il primo debito che ella stessa aveva contratto, e dappoi ha fatto sì che il secondo finanziamento terminasse con il gravare su Manifattura Courgnè S.p.A., la quale, *de facto*, aveva provveduto ad acquistare le proprie azioni utilizzando le proprie disponibilità.

Poco dopo, la *target* si vede costretta a dichiarare fallimento, e Monte dei Paschi si oppone in sede legale lamentando il mancato inserimento nel passivo patrimoniale del finanziamento che questa aveva precedentemente contratto con la banca.

In merito, il Tribunale di Ivrea in data 12 agosto 1995 dichiara nullo il contratto di finanziamento<sup>25</sup>, delineando come illegale l'operazione di *Leverage Buy-Out* in virtù del mancato rispetto delle disposizioni relative al divieto di *financial assistance*, sottolineando come tale divieto comporti "*l'invalidità di ogni operazione che comunque eseguita tenda a conseguire risultati analoghi*".

### **1.1.1.3. Il Caso Trenno**

Negli anni, oltre alle due appena discusse, si sono susseguite altre pronunce Giurisprudenziali<sup>26</sup> aventi per oggetto direttamente od indirettamente operazioni di *Leverage Buy-Out*, talune delle quali hanno riconosciuto la liceità dell'operazione, talaltre hanno invece proseguito denunciando l'illiceità della stessa.

Tra le prime, ha avuto grande risalto la sentenza del 13 maggio 1999 con la quale il Tribunale di Milano<sup>27</sup> ha disciplinato una particolare fattispecie di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, ossia la cd. *Reverse Merger Leverage Buy-Out*,

---

<sup>24</sup> S. Zambelli, *Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali; profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, Box 3, pp.87-88.

<sup>25</sup> Il testo della sentenza è presente in [www.utetgiuridica.it](http://www.utetgiuridica.it), Giurisprudenza Italiana, 1996, 2, pag. 196 ss.

<sup>26</sup> In tal senso, quelle che hanno riportato un eco maggiore in Dottrina e tra gli operatori economici sono: *Tribunale di Milano, 4 maggio 1999; Tribunale Penale di Brescia, 1 giugno 1993.*

<sup>27</sup> Il cui testo integrale è presente su: [www.utetgiuridica.it](http://www.utetgiuridica.it), 1999, 11, c. 2105.

nella quale ad agire come incorporante è la società *target* mentre l'incorporata risulta essere la società veicolo.

In dettaglio, l'operazione ebbe inizio con la costituzione per mano di Snai Servizi S.p.A. della *NewCo* San Siro S.p.A., la quale dopo l'ottenimento di elevati finanziamenti bancari aveva proceduto all'acquisto di circa il 70% del capitale sociale della *target company* Trenno S.p.A.. Successivamente, si ha la delibera per la fusione inversa, attraverso la quale la controllata Trenno S.p.A. incorpora la sua controllante San Siro S.p.A..

In seguito ad impugnazione della sopracitata operazione da parte di un socio della Trenno S.p.A., il quale lamenta la violazione delle disposizioni in tema di azioni proprie, di *financial assistance* (in particolare il comma 3 nel quale è esplicitamente richiesta la costituzione di una riserva di importo pari alle azioni acquisite) nonché la presenza di un conflitto di interessi del socio San Siro (*NewCo*) nell'approvazione della delibera di fusione inversa, si esprime il Tribunale di Milano (*in primis* in sede cautelare) evidenziando come vi fosse una violazione delle prime due cause summenzionate, in particolar modo dell'art 2358 Cod.Civ., ritenendo però la terza causa sottolineata dall'attore come non sussistente.

*In secundis*, il caso viene trattato dai giudici di merito del Tribunale di Milano, in data 13 maggio 1999, i quali non solo ribaltano quanto statuito in sede cautelare, smentendo che l'operazione avesse violato i limiti fissati dal Legislatore in merito all'acquisto di azioni proprie ed al divieto di *financial assistance*, ma addirittura "anticipano"<sup>28</sup> la riforma del diritto societario di cui si dirà nella sezione 1.1.3., asserendo come non sia corretto definire aprioristicamente come illegale un *Merger Leverage Buy-Out*, dovendo invece valutare caso per caso le ragioni economico-imprenditoriali alla base della stessa.

In particolare:

*"L'operazione di leveraged buy out (grazie alla quale l'acquirente di una partecipazione sociale ottiene un finanziamento per effettuare l'acquisto sfruttando l'effetto di leva finanziaria offerto dalla società da acquisire) non presenta in sé profili di illegittimità ed anzi è ampiamente usata sia per*

---

<sup>28</sup> S. Zambelli, *Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali; profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, Box 4, p.93.

*consentire al management di acquisire una maggiore partecipazione nell'impresa, sia per evitare il peso di una normale cessione d'azienda.*

E ancora, in merito alla valutazione della singola fattispecie, la sentenza aggiunge:

*“Non è configurabile un negozio in frode alla legge con riferimento alla fusione, deliberata nell'ambito di un leveraged buy out, fra la società acquirente e quella acquisita se, al momento in cui tale negozio è sorto, sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano”.*

#### **1.1.1.4. Il caso D'Andria**

Tuttavia circa ad un anno di distanza dalla sentenza appena discussa, la quale sembrava aver fornito margini di adattamento dell'istituto nel tessuto normativo ed economico-finanziario italiano, arriva in data 4 febbraio 2000 una “pesante” pronuncia della Suprema Corte che, seppur incidentale e mal interpretata dagli attori dell'epoca<sup>29</sup>, ebbe un consistente impatto, sia a livello economico andando a colpire perlopiù il settore del *private equity*, sia dal lato della dottrina, incrementando ulteriormente il dibattito legato alla liceità dell'operazione.

La pronuncia in esame nasce dall'acquisizione che il Gruppo D'Andria ha posto in essere nei confronti della gran parte delle società sottoposte al controllo di due importanti *player* – CEI Holding S.p.A. e GIFI S.p.A. – finanziata per una modesta parte attraverso il conferimento di immobili e per la porzione preponderante attraverso l'emissione di cambiali avallate dalle stesse società *target*.

Tale *modus operandi* ha fatto sì che il peso del finanziamento andasse in estrema sintesi a gravare sulla situazione patrimoniale delle società bersaglio le quali difatti, dopo esser state acquisite, hanno trascorso solo un breve periodo di tempo prima che ne venisse dichiarata l'insolvenza. In virtù dei numerosi vizi contabili nonché procedimentali, che vanno a sommarsi alle dichiarazioni di fallimento delle sopracitate *target*, viene emanata una sentenza di custodia cautelare per l'imprenditore Renato D'Andria con l'accusa di bancarotta fraudolenta.

---

<sup>29</sup> Al riguardo difatti, si evidenziano: Filograna, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*, presente in [www.foroitaliano.it](http://www.foroitaliano.it). 2000, II, p.403; Bertini, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*, presente in *Contr. E imp.*, 2000, p.1439.

Ed è proprio per difendere il sopracitato imprenditore che gli avvocati dello stesso chiamano in causa, inadeguatamente, l'istituto del *Leverage Buy-Out* asserendo come il loro assistito non debba esser sottoposto alla procedura summenzionata in quanto questi per finanziare la sua acquisizione si è avvalso di *"un moderno ma assolutamente lecito schema di auto-finanziamento, qual è quello del c.d. leveraged buy out"*.

Ed è proprio in virtù di questa affermazione che la Cassazione si è, seppur indirettamente, pronunciata riguardo la liceità del *Leveraged Buy-Out*: difatti *in primis* i giudici hanno dichiarato legittima l'ordinanza cautelare nei confronti del sopracitato Renato D'Andria, per poi *in secundis* affrontare le motivazioni esposte dalla Difesa:

*"L'istituto del LBO, sorto negli Stati Uniti d'America, consiste nell'acquisizione di una società (società bersaglio – target company) da parte di un'altra società la quale ultima contrae un prestito con un terzo (di solito altra società), garantendo tale prestito con le azioni o con il patrimonio della società bersaglio.*

*Tale istituto non è importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art 2358 Cod. Civ. per il quale la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (c. 1), né può accettare azioni proprie in garanzia.*

In particolare, desta attenzione quest'ultima affermazione, che definisce la non liceità dell'operazione:

*"Il meccanismo finanziario utilizzato mediante il LBO è perciò illecito in Italia, quantomeno nei limiti sovra esposti".*

Va tuttavia fatta menzione di come tale pronuncia, pur avendo avuto profondi risvolti negli anni immediatamente successivi, non sia mai stata interpretata come un vero e proprio precedente inerente alla liceità dell'istituto del *(Merger) Leverage Buy-Out*<sup>30</sup> per più motivi: tale conclusione giunge non su di un procedimento strettamente connesso all'operazione stessa, bensì come risposta ad una difesa sollevata dagli avvocati della parte in causa, risultando perciò emanata in sede cautelare e non a conclusione di un giudizio di merito da parte della Cassazione.

---

<sup>30</sup> A testimonianza di quanto detto, vi è un'accurata disamina di Accini (2001).

Inoltre, le modalità di acquisizione utilizzate nel caso in esame differiscono (e finanche neppure sono accostabili) a quelle utilizzate per mezzo di un *Leverage Buy-Out*. E' infatti d'uopo segnalare come sia errato il *comparison* tra l'acquisizione con indebitamento delineata ad inizio elaborato e l'operazione messa in atto da Andria che ha spinto la Corte a pronunciarsi in siffatta direzione: da un lato si ha una condotta priva di vizi e che non viola le disposizioni in tema di *financial assistance*, difatti nel caso in cui il debito contratto venga garantito con le azioni della *target* acquisite dalla *NewCo* ciò non comporta fattispecie illecita essendo queste ultime ormai divenute di proprietà del veicolo, viceversa nella fattispecie oggetto della sentenza la prestazione delle garanzie è avvenuta in maniera antecedente e prodromica alla successiva acquisizione, mediante perlopiù cambiali avvallate e poi mai onorate, andando così a violare le disposizioni ex art. 2358 Cod.Civ.<sup>31</sup>.

### **1.1.2. La riforma del diritto societario (2003): l'art. 7 della legge delega e l'introduzione dell'art. 2501-bis**

Come già detto in precedenza e come è facilmente desumibile dalla discordanza tra le varie sentenze or ora trattate<sup>32</sup>, è evidente come all'inizio del nuovo millennio, dopo oltre un ventennio dalla prima applicazione in Italia dell'operazione i dubbi e le incertezze economico-giuridiche fossero in costante crescita, tanto che apparve indispensabile un intervento pacificatore da parte del Legislatore.

Quest'ultimo ha provveduto allo stesso mediante la riforma del diritto societario, attuata tramite il D. Lgs. n. 6 del 17.01.2003, ed entrata in vigore il 1 gennaio 2004, con la quale ha inserito una norma *ad-hoc* atta a disciplinare le operazioni di (*Merger*) *Leverage Buy-Out* rinvenibile nel novellato articolo 2501-*bis* Cod.Civ. dedicato appunto alla "*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*".

---

<sup>31</sup> S. Zambelli, *Il Leveraged Buyout in Italia, controversie e casi aziendali; profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, p. 105 e p.109.

<sup>32</sup> Che peraltro non esauriscono le pronunzie, seppur non innumerevoli, in tema di (*merger*) *Leverage Buy-Out*: in tal senso si segnalano anche, non con carattere esaustivo, le sentenze: Tribunale di Brescia, 1 giugno 1993; Tribunale di Milano, 4 maggio 1999.

Invero, antecedentemente al sopracitato Decreto Legislativo la prima significativa apertura nei confronti dell'operazione era avvenuta tramite l'art. 7 della legge delega 366/2001<sup>33</sup>, il quale al punto "d" statuiva che:

*"Le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile."*

Nonostante la fermezza e la decisione di tale articolo, quest'ultimo non poteva però godere di automatica applicazione nel nostro ordinamento, necessitando in quanto legge delega di un Decreto Legislativo attuativo ad opera del Governo. In sede attuativa tuttavia, nacque un nuovo dibattito, il cui *thema decidendum* era rappresentato dalla modalità di recepimento della legge delega, la quale aveva aperto una duplice strada: da un lato, vi era chi propendeva per un *recepimento letterale* della stessa, varando perciò una norma che riproducesse, senza alterazioni, il contenuto delineato al punto d art. 7, dall'altro invece si profilava un *recepimento parziale* del summenzionato, orientato verso una norma che legittimasse sì l'operazione, ma non aprioristicamente, bensì dopo una serie di valutazioni ed adempimenti che scongiurassero gli illeciti che in passato si celavano più o meno direttamente dietro l'istituto.

Come è chiaro dalla lettura nel novellato articolo, l'opzione accolta nel nostro ordinamento è stata la seconda, con la quale si è voluto chiaramente qualificare da un punto di vista giuridico l'utilizzo del *Merger Leverage Buy-Out*<sup>34</sup>, chiarendo tuttavia come questo sia legittimo solo nel caso in cui siano rispettate determinate *conditio sine qua non* che il Legislatore delegato ha puntualmente rubricato nell'articolo 2501-*bis* Cod.Civ. del quale si riporta la più completa stesura:

---

<sup>33</sup> L'attuazione della legge in esame ha dato vita non solo alla sopracitata riforma della corporate governance ma anche alla riforma degli illeciti penali ed amministrativi avvenuta attraverso il decreto legislativo 61/2002.

<sup>34</sup> S. Zambelli, *Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali; profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, pp. 138-139.

- I. Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*
- II. Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.*
- III. La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.*
- IV. La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.*
- V. Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.*
- VI. Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.*

E' innanzitutto evidente come attraverso il primo comma il Legislatore delegato, sulla scia di quanto tracciato dal Legislatore delegante, abbia riconosciuto in maniera definitiva l'introduzione del meccanismo di *Merger Leverage Buy-Out* nell'ordinamento italiano, peraltro dedicando allo stesso un'apposita disciplina atta a delinearne i contorni di liceità entro cui questo deve agire.

Al comma secondo viene poi profilata la redazione di un progetto di fusione ex. Art 2501-ter ad opera degli organi amministrativi delle società che prendono parte alla fusione, il quale deve indicare in maniera chiara e non lacunosa quali siano le fonti finanziarie che la società risultante dall'operazione utilizzerà al fine di estinguere il debito contratto per ultimare l'operazione.

Il comma successivo, diretto ad i medesimi organismi, richiede invece menzionando esplicitamente le previsioni ex art. 2501-*quinquies*<sup>35</sup>, di predisporre una relazione attraverso la quale sia dia illustrazione delle ragioni che sono alla base dell'operazione, con l'intento perciò di mostrare alle due compagini azionarie la fattibilità e la sostenibilità della stessa.

La portata dell'art 2501-*bis* è di grande rilevanza in quanto, grazie ai due incisi appena esposti, viene sancito per gli amministratori delle società attrici, (*i.e.* sia della *NewCo* che della *target*), l'obbligo di redigere *ex-ante* un documentazione atta a profilare la situazione presente nonché la prevista evoluzione economica scaturente dall'operazione, allargando lo spettro di *disclosure*<sup>36</sup> anche ai soci della *target* a differenza di quanto era invece previsto antecedentemente alla riforma.

Dalla lettura di quanto sopra emerge un fondamentale "**principio di ragionevolezza**"<sup>37</sup> che deve essere vigente nell'espletamento del *Merger Leverage Buy-Out*: è compito degli amministratori di ambo le società garantirne il rispetto, compresi perciò quelli della *target company*, assicurando che l'analisi di sostenibilità antecedente l'operazione sia appunto ragionevole non solo dal punto di vista procedimentale ma anche nella sostanza<sup>38</sup> delle previsioni che incorpora.

---

<sup>35</sup> Il summenzionato articolo al momento della stesura del presente elaborato delinea così la fattispecie:

- I. *L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote.*
- II. *La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio.*
- III. *Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione.*
- IV. *L'organo amministrativo segnala ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società ovvero pubblicato nel sito Internet di questa e la data della decisione sulla fusione.*
- V. *La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione.*

<sup>36</sup> Al riguardo: Picone, *Il leveraged buy-out*, p.1407; S.C. Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out, l'art 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, 2007.

<sup>37</sup> S.C. Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out, l'art 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, 2007, p.39.

<sup>38</sup> Sull'importanza della valenza del summenzionato principio anche riguardo alla sostanza: Picone, *Il leveraged buy-out*, p.1446.

Tale formulazione assume ancora maggior valore se viene preso in considerazione il fatto che, antecedentemente all'intervento pacificatore, la legge non contemplava alcun limite specifico per la validità della fusione.

In aggiunta, al quarto comma il Legislatore delegato istituisce un'ulteriore garanzia a favore dei soci di minoranza e dei vari *stakeholder* che ruotano intorno alla società bersaglio richiedendo, con esplicita menzione dell'articolo 2501-*sexies*<sup>39</sup>, che l'operazione venga corredata di una relazione redatta da un esperto indipendente, il quale ha il compito di (verificare) confermare che l'operazione segue i criteri di ragionevolezza sovraesposti. Trattasi perciò di una norma volta a consegnare nelle mani di un terzo la facoltà di impedire il procedere del *Merger Leverage Buy-Out*, qualora questo ravvisi dei tratti patologici dello stesso che non sono stati segnalati

---

<sup>39</sup> Tale articolo, denominato "*Relazione degli esperti*", nella sua versione più attuale alla data di stesura del presente lavoro, presenta le seguenti disposizioni:

- I. *Uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:*
  - a) *Il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;*
  - b) *Le eventuali difficoltà di valutazione.*
- II. *La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato*
- III. *L'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-bis e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società.*
- IV. *Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.*
- V. *In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni.*
- VI. *Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica. L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.*
- VII. *I soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'articolo 2343.*
- VIII. *La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione.*

(ovvero non considerati) né nel progetto di fusione né nella relazione accompagnante.

Al comma penultimo è invece richiesta la presenza<sup>40</sup> di una relazione, redatta dal soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società acquirente ovvero della stessa *target company*, la quale una volta di più testimoni la fattibilità economica dell'operazione alla luce della situazione contabile *ex-ante* delle due società nonché sulla base dei previsti risvolti una volta conclusasi la stessa.

Nell'ultimo comma il Legislatore ha confermato una volta ancora come, nonostante la liceità ormai appurata del *Merger Leverage Buy-Out*, sia necessario un grado di cautela maggiore rispetto alla ordinaria prassi vigente per le operazioni straordinarie di fusione, che è garantito da tale procedimento aggravato. Difatti, questi statuisce come alle fattispecie regolate dall'art. 2501-*bis* non si applichino le norme trattate

---

<sup>40</sup> Invero questo comma non sembra presentare carattere di totale obbligatorietà, infatti il Consiglio Notarile di Milano attraverso la massima n.118 ha trattato l'argomento dettagliando come segue:

*“Nella fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, se la società obiettivo o la società acquirente è sottoposta alla revisione legale dei conti, al progetto di fusione deve essere allegata una relazione del soggetto che ne è incaricato: revisore legale, società di revisione legale, collegio sindacale. Se entrambe le società, obiettivo e acquirente, sono sottoposte alla revisione legale dei conti, può essere predisposta una sola relazione, la cui redazione viene affidata, a cura degli amministratori, ad uno dei soggetti incaricati della revisione legale dei conti”*

Alla luce di quanto sopra, Franceschi e Bonaventura (2018) sottolineano come logica conseguenza *“che ove né nella società target né nella società “acquirente” sia presente un soggetto a cui è stata affidata, anche solo su base volontaristica, l'attività di revisione legale dei conti, la relazione non viene predisposta”*.

agli artt. 2505<sup>41</sup> e 2505-*bis*<sup>42</sup>, le quali consentono un procedimento abbreviato e più snello per quelle fusioni in cui l'incorporante possiede il 90% ovvero la totalità delle azioni della società bersaglio.

Concludendo, pur essendo ormai pacifico come il *Merger Leverage Buy-Out* sia un'operazione straordinaria lecita e quindi accettata dal nostro ordinamento, è evidente come la complessità della stessa ed i molteplici risvolti interni che la caratterizzano abbiano spinto il Legislatore verso **un adattamento prudenziale**, volto a tutela di quelle parti che più rischiano di esser lese (*i.e.* soci, creditori e *stakeholders* della *target company*) da un'implementazione irragionevole e

---

<sup>41</sup> L'articolo in esame, rubricato come "*Incorporazione di società interamente possedute*" disciplina, semplificandolo, il procedimento di fusione per incorporazione che avviene tra due entità, una delle quali possiede la totalità delle azioni o quote dell'altra:

- I. *Alla fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima non si applicano le disposizioni dell'articolo 2501 ter, primo comma, numeri 3), 4) e 5) e degli articoli 2501-quinquies e 2501-sexies.*
- II. *L'atto costitutivo o lo statuto può prevedere che la fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima sia decisa, con deliberazione risultante da atto pubblico, dai rispettivi organi amministrativi, sempre che siano rispettate, con riferimento a ciascuna delle società partecipanti alla fusione, le disposizioni dell'articolo 2501 ter, terzo e quarto comma, nonché, quanto alla società incorporante, quelle dell'articolo 2501-septies.*
- III. *I soci della società incorporante che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale possono in ogni caso, con domanda indirizzata alla società entro otto giorni dal deposito o dalla pubblicazione di cui al terzo comma dell'articolo 2501-ter, chiedere che la decisione di approvazione della fusione da parte della incorporante medesima sia adottata a norma del primo comma dell'articolo 2502.*

<sup>42</sup> Tale articolo, sulla scia del precedente esposto in nota nella sua versione più recente alla data di presentazione dell'elaborato, è atto a disciplinare e snellire il procedimento di fusione per incorporazione tra due entità, una delle quali possiede almeno il 90 % delle azioni o quote dell'altra:

- I. *Alla fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote non si applicano le disposizioni dell'articolo 2501-quater, 2501-quinquies, 2501-sexies e 2501-septies, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.*
- II. *L'atto costitutivo o lo statuto possono prevedere che la fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote sia decisa, quanto alla società incorporante, dal suo organo amministrativo, con deliberazione risultante da atto pubblico, sempre che siano rispettate le disposizioni dell'articolo 2501-septies, e che l'iscrizione o la pubblicazione prevista dall'articolo 2501-ter, terzo comma, sia fatta, per la società incorporante, almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione di fusione da parte della società incorporata.*

finanche fraudolenta dell'operazione, richiedendo perciò una verifica approfondita di ogni aspetto economico, contabile e giudiziario ancor prima che l'operazione si concluda, cercando di impedire quei comportamenti non virtuosi che talvolta in passato, grazie al vuoto normativo esistente, si erano celati dietro a (presunte) operazioni di *Merger Leverage Buy-Out*.

### **1.1.3. La Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.6 del 30 marzo 2016: ulteriori conferme riguardo alla liceità dell'istituto**

Come già si è avuto modo di accennare nel corso delle precedenti sezioni, la Circolare in esame rappresenta uno dei riferimenti in merito agli aspetti fiscali delle operazioni di *Merger Leverage Buy-Out*.

Difatti, fermo restando quanto disposto nella sezione 1.1.2., anche successivamente alla riforma del diritto societario sono proseguiti negli anni numerosi dubbi riguardo talune sfaccettature dell'operazione, perlopiù legate alla possibilità di ottenere vantaggi fiscali indebiti connessi alla facoltà di riporto delle perdite e di deduzione degli interessi passivi scaturenti rispettivamente dall'operazione di fusione e da quella di finanziamento.

Preliminarmente, giova sottolineare come la Circolare sottolinei che *"per i soggetti IRES, gli interessi passivi derivanti da operazioni di acquisizione con indebitamento debbano essere considerati, in linea di principio, inerenti e, quindi, deducibili, nei limiti di quanto previsto dal citato articolo 96 nonché dalle regole relative al transfer pricing, ove applicabili."*, applicando quanto statuito sia ai finanziamenti provenienti da soggetti fiscalmente residenti in Italia che da soggetti esteri, che prenderanno in tal caso la forma di *shareholder loan*, oggetto di trattazione nella sezione 2.4..

In particolare, l'Agenzia ritiene come sia fondata la disapplicazione delle norme antielusive rubricate all'articolo 172 del TUIR, il quale prevede:

*"che le perdite fiscali e gli interessi passivi indeducibili delle società che partecipano ad un'operazione di fusione possono essere portati in diminuzione del reddito della società risultante dalla fusione ovvero dell'incorporante per la parte del loro ammontare che non eccede quello del patrimonio netto della società che riporta le perdite, quale risulta dall'ultimo bilancio o, se inferiore, dalla situazione patrimoniale redatta ai sensi*

*dell'articolo 2501-quater del codice civile (senza tenere conto dei conferimenti e dei versamenti effettuati nei 24 mesi precedenti).*<sup>43</sup>

In più, per poter riportare le proprie perdite è richiesto alla società in perdita di possedere i cd. "requisiti di vitalità", vale a dire un ammontare di ricavi e spese per prestazioni di lavoro non inferiore al 40% della media calcolata prendendo come base i Conti Economici dei due esercizi precedenti, fermo restando il limite della somma riportabile nella misura dei Patrimoni Netti contabili di ciascuna delle società che prendono parte all'operazione di *merger*<sup>44</sup>; in più, sempre le Entrate<sup>45</sup>, con ottica antielusiva, hanno statuito come tali requisiti debbano essere vigenti sia nel periodo precedente alla fusione che al momento stesso in cui questa viene deliberata, evitando così una frustrazione della *ratio* sottostante nei mesi che intercorrono tra l'inizio dell'operazione e la sua implementazione vera e propria, attraverso uno svuotamento del patrimonio dell'entità.

Stando alla lettera, un'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* non rispetta tali principi e quindi, di per sé, non consente né il riporto delle perdite fiscali né tantomeno la deducibilità degli interessi passivi legati al finanziamento contratto dalla società veicolo per l'acquisizione della *target*. Tuttavia, la precisazione delle Entrate, fa notare come in seno a tale particolare fattispecie, non si ravvisino quegli elementi atti ad aggirare la norma antielusiva, avendo premura di dettagliare come i limiti sopracitati non sono superati in quanto:

- Trattandosi di una società di nuova costituzione, non può possedere i bilanci degli anni precedenti;
- Non appare ragionevole applicare allo *Special Purpose Vehicle* la disposizione secondo la quale si debbono decurtare dal patrimonio netto i conferimenti/versamenti ottenuti negli ultimi due anni, in quanto operando in tal modo la stessa si troverebbe ovviamente nella completa assenza di un patrimonio a disposizione.

---

<sup>43</sup> Circolare n. 6 del 30 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Agenzia delle Entrate, Roma 2016.

<sup>44</sup> S. Sanna, "Doppio test sulla vitalità economica in caso di fusione" Eutekne, 12 luglio 2010.

<sup>45</sup> Risoluzione n.143 del 10 aprile 2008, Agenzia delle Entrate, ma anche Risoluzione n.116 del 24 ottobre 2006, Agenzia delle entrate.

La Circolare, date tale premesse, conclude poi in maniera inequivocabile:

*“Sulla base di quanto fin qui affermato si ritiene, pertanto, che in tutte le ipotesi in cui si dimostri che le eccedenze di interessi passivi indeducibili e di perdite (di cui si chiede il riporto) siano esclusivamente quelle relative ai finanziamenti ottenuti dalla SPV per porre in essere un’operazione di acquisizione con indebitamento, potranno trovare accoglimento le istanze di disapplicazione della disposizione di cui all’articolo 172, comma 7, del TUIR.”*

## **1.2. I connotati generali dell’istituto**

Mutuando le definizioni fornite nell’Introduzione del presente lavoro e quella delineata dal Legislatore italiano in seno **all’art. 2501-bis del Cod.Civ.** un’operazione di *Leverage Buy-Out* è inquadrabile come:

*“Qualunque operazione di acquisizione di una società, di un ramo di azienda, di una divisione organizzativa o, semplicemente, di talune di attività economiche realizzata utilizzando l’indebitamento per finanziare un’ampia porzione del prezzo di acquisto; la parte rimanente del prezzo medesimo viene quindi coperta da capitale proprio (o equity)”<sup>46</sup>.*

Il *distinguo*, dunque, che intercorre tra una normale operazione di acquisizione ed una riconducibile all’alveo del *Leverage Buy-Out* è l’alto grado di indebitamento che viene utilizzato per ultimare l’acquisizione stessa, prodromico al *debt-push-down* che la società veicolo attuerà nei confronti della *target*, una volta ottenutone il controllo.

Il successo dell’operazione perciò si riscontra quando la società acquisita mostra la capacità economico-finanziaria di sostenere il “peso” degli oneri finanziari e a rimborsare le quote del debito in conto capitale (debito che era stato attivato in funzione dell’acquisizione da parte del veicolo). Ne consegue che una buona pianificazione circa l’evoluzione del business aziendale della società operativa e l’elaborazione di ragionevoli performance economico-finanziarie prospettiche di tale business rappresentano la premessa cruciale all’operazione in questione. Invero, le

---

<sup>46</sup> Franceschi, Bonaventura (a cura di), *Leveraged Buy-Out e Crisi d’impresa: profili economico aziendali*, Milano 2018.

operazioni di acquisizione mediante indebitamento richiedono un'attenta pianificazione circa la generazione di flussi di cassa da parte dell'impresa *target* per il rimborso del debito, pianificazione che deve considerare la possibilità che anche scenari alternativi (e più conservativi) rispetto a quello preso a riferimento possano realizzarsi.

Giova sottolineare come nella storia dell'istituto si siano riscontrate numerose varianti dello stesso, una delle quali è appunto il *Reverse Merger Leverage Buy-Out* di cui si è fornito esempio in precedenza, alla quale si aggiungono le operazioni di:

- *Leveraged Management Buy-Out*, nella quale sono i manager della società che verrà successivamente incorporata a costituire la società veicolo atta al suddetto fine, con lo scopo perciò di ottenere il controllo dell'entità da loro stessi amministrata;
- *Family Buy-Out*, ovvero quando a procedere all'acquisizione della società sono alcuni membri della famiglia che già ne detengono una quota rilevante;
- *Corporate Buy-Out*, che si verifica quando per procedere all'acquisizione della *target company* non viene creato un apposito veicolo bensì viene utilizzata una società previamente esistente ed operante.

L'elenco non presenta carattere di esaustività, ciononostante preme sottolineare come a prescindere dalla variante che viene scelta dagli attori dell'operazione, due sono le caratteristiche che accomunano qualsivoglia forma di *Leverage Buy-Out*:

- L'ottenimento di un finanziamento esterno, che vada a costituire la maggior parte della struttura patrimoniale della società che procederà all'acquisizione, corredato sia da un apposito piano finanziario che illustri le garanzie che supportano l'operazione sia da un *business plan* finalizzato a mostrare come, una volta concluso l'intero processo, si intenda procedere nella gestione della società risultante dallo stesso.
- La traslazione del debito dalla società contraente alla *target company*, la quale infatti come si avrà modo di vedere in seguito, deve presentare una struttura tale da resistere al trasferimento di tale peso economico su di lei, poiché in estrema sintesi sarà la capacità di indebitamento, peraltro

indiretta, di quest'ultima a garantire l'esito positivo dell'intero *iter* operativo.

Fermi questi due punti, vi è una sostanziale differenza nella modalità in cui il debito viene dapprima ottenuto e dappoi ripianato<sup>47</sup>: difatti, nella variante principale dell'operazione, ovvero quella in cui sarà lo *Special Purpose Vehicle* ad effettuare una fusione per incorporazione nei confronti della *target company*, le garanzie necessarie per ottenere il finanziamento, discendono direttamente dalle disponibilità patrimoniali della *target* e sono così solitamente riscontrabili tra:

- La dazione in pegno delle azioni della *target*, qualora tra la concessione del finanziamento ed il successivo acquisto delle azioni della società bersaglio vi sia una quasi totale contemporaneità;
- La costituzione di un pegno sulle azioni dello *Special Purpose Vehicle*, che in un secondo momento si traduce nella costituzione di una garanzia reale sulle azioni della società risultante dalla fusione;
- Mediante una fideiussione (o simile contratto avente medesima *ratio*) concessa da un soggetto economicamente collegato alla società acquirente.

Tuttavia non sempre una volta proceduto all'acquisizione della società bersaglio scatta il procedimento di fusione per incorporazione, in tal caso il debito più che con le disponibilità patrimoniali presenti nella *target* sarà ripianato o utilizzando i futuri dividendi che questa distribuirà ovvero mediante una futura prestazione di servizi e/o di opera.

Si sottolinea sin da questo momento come, tra un'operazione di *Leverage Buy-Out* che si conclude attraverso un *merger* ed una che evita tale passaggio, vi è anche una profonda differenza in ottica patrimoniale, poiché nel primo caso si ha una totale confusione dei patrimoni delle società che prendono parte all'operazione, che comportano un trasferimento di base imponibile dalla società veicolo a quella bersaglio, che invece non avviene qualora non si proceda alla fusione, prendendo invece campo l'ipotesi di attivazione dell'opzione del regime di consolidato grazie al quale la *NewCo* e la *target* attuano una compensazione degli oneri finanziari risultanti dall'indebitamento.

---

<sup>47</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buy out*, Luiss University Press, Roma 2003, pp.20-21.

In particolare, come fatto notare da Enrico Zanetti<sup>48</sup> l'attivazione del regime opzionale di consolidato, rubricato dal Legislatore all'articolo 117 del Testo Unico delle imposte sui Redditi<sup>49</sup>, consente alle imprese aderenti di compensare le posizioni attive che un soggetto facente parte del regime vanta nei confronti dell'Erario con le posizioni passive sofferte da altri soggetti aderenti nei confronti dell'Erario, traducendosi perciò in una compensazione che può avere ad oggetto:

- Gli interessi passivi risultati indeducibili in capo alla singola società<sup>50</sup>;
- I crediti e le eccedenze di imposta;
- Le perdite fiscali.

### **1.3. Le fasi "classiche" ed i *player* coinvolti nell'operazione di *Merger Leverage Buy-Out***

Un'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* presenta un grado di complessità difficilmente riscontrabile in altre operazioni di ristrutturazione aziendale, unendo al suo interno ben due operazioni straordinarie, quali l'acquisizione e la fusione che, come è stato detto in precedenza può essere sia diretta che *reverse*.

Prescindendo dalle numerose varianti analizzate in precedenza e con la consapevolezza che ogni operazione richiede un proprio *iter* specifico, è possibile identificare un procedimento "standard" di *Merger Leverage Buy-Out*, che si articola nelle seguenti fasi<sup>51</sup>:

---

<sup>48</sup> Collana Piero Piccatti, 28 agosto 2018, p. 1113-1222 - '*Manuali delle operazioni straordinarie IV ed.*' - Enrico Zanetti, integralmente disponibile su [www.eutenke.it](http://www.eutenke.it).

<sup>49</sup> Il primo comma dell'articolo in esame infatti riporta che "*La società o l'ente controllante e ciascuna società controllata rientranti fra i soggetti di cui all'articolo 73, comma 1, lettere a) e b), fra i quali sussiste il rapporto di controllo di cui all'articolo 2359, comma 1, numero 1), del codice civile, con i requisiti di cui all'articolo 120, possono congiuntamente esercitare l'opzione per la tassazione di gruppo.*"

<sup>50</sup> Difatti, l'art 96 TUIR statuisce al primo comma che:

*"Gli interessi passivi e gli oneri assimilati, (...) sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica. La quota del risultato operativo lordo prodotto a partire dal terzo periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007, non utilizzata per la deduzione degli interessi passivi e degli oneri finanziari di competenza, può essere portata ad incremento del risultato operativo lordo dei successivi periodi d'imposta."*

<sup>51</sup> Rielaborazione propria, scaturente dal consulto delle seguenti fonti: Circ. n. 60 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Roma, 2016, pp. 6-7.; S. Zambelli, *Il leveraged Buy Out in Italia*:

- I. Individuazione della *target company*: il primo *step* è indubbiamente quello di individuare una società bersaglio che possa garantire una profittevole prosecuzione dell'attività alla società risultante dalla fusione; non si tratta di una scelta meramente strategica, legata alle sinergie che possono scaturire dall'operazione, bensì anche ad aspetti di tipo contabile-finanziario relativi alla capacità della *target* di resistere al meccanismo di *debt-push-down*. Le caratteristiche chiave che la società bersaglio deve possedere sono analizzate in dettaglio in seguito (v. par. 1.3.1.) indi per cui in questa fase non si procede ad un ulteriore approfondimento in merito;
- II. Negoziazione di **accordi preliminari**: nei mesi che antecedono l'acquisizione vera e propria, i promotori dell'operazione stipulano accordi vincolanti (preliminari di vendita e contratti di finanziamento) sia con i finanziatori terzi che con i corrispondenti della *target*;
- III. Costituzione dello *Special Purpose Vehicle*, finanziamento dello stesso e formalizzazione dei contratti: una volta determinati il prezzo di vendita nonché l'entità ed il costo del debito, si procede alla costituzione del veicolo ed alla formalizzazione dei contratti che gli consentiranno di avere l'*equity* ed il *debt* necessari per concludere la transazione di acquisto; Invero le fasi di costituzione del veicolo e quella di ottenimento del finanziamento possono invertirsi, ovvero come spesso accade, essere praticamente contemporanee, non potendo pensare alla costituzione della *NewCo* senza che via sia garanzia sull'ottenimento del debito, né tantomeno appare realistica l'ipotesi per cui venga accordata a prestito un'ingente somma di denaro senza che vi siano almeno delle solite basi circa la costituzione del veicolo. Anche lo *Special Purpose Vehicle* è descritto più nel dettaglio in seguito (v. par. 1.3.2.) ragion per cui la sua trattazione non è ulteriormente approfondita in questa sede;

---

*controversie e casi aziendali; Profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, pp. 24-27.

IV. Lo *Special Purpose Vehicle* effettua la **procedura di acquisto** nei confronti della *target company*: da un punto di vista contabile giunti a questo stadio del processo la *NewCo* presenta un attivo composto dalle partecipazioni nella società *target* ed un passivo rappresentato dal debito contratto per acquistare proprio queste ultime;

V. **Fusione per incorporazione tra lo *Special Purpose Vehicle* e la *target company***: una volta che le partecipazioni sono state trasferite allo *Special Purpose Vehicle*, viene attuata la fusione, *forward* o *reverse*, a seconda che sia la controllante ad incorporare la controllata ovvero viceversa, con la quale si ha l'estinzione della società *target*.

Così facendo, si ha anche la traslazione del debito, originariamente in capo alla società bersaglio, che viene fatto gravare sugli *asset* e sui flussi di cassa generati della *target company* (tecnica di *debt-push-down*). In particolare, si può procedere alla conversione del cd. *bridge financing*, cioè del debito inizialmente accordato alla *NewCo* che solitamente è a breve termine, in un debito a medio-lungo termine, a cui garanzia viene individuato il patrimonio della società risultante dalla fusione.

Il procedimento di fusione per incorporazione soggiace all'applicazione delle disposizioni ex. art. 2504-ter, dove è sancito il "*divieto di assegnazione di azioni o quote*" in virtù del quale le azioni/quote della società incorporata possedute sia da quest'ultima sia dalla società incorporante devono essere annullate, dando vita alle cd. "differenze" da concambio e/o di annullamento: nel caso in cui la società incorporante posseda la totalità delle azioni della sua incorporata si verificheranno unicamente differenze da annullamento, viceversa nel caso in cui la partecipazione non sia totalitaria si presenteranno sia differenze da annullamento sia da concambio<sup>52</sup>; infine nel caso in cui l'incorporante non

---

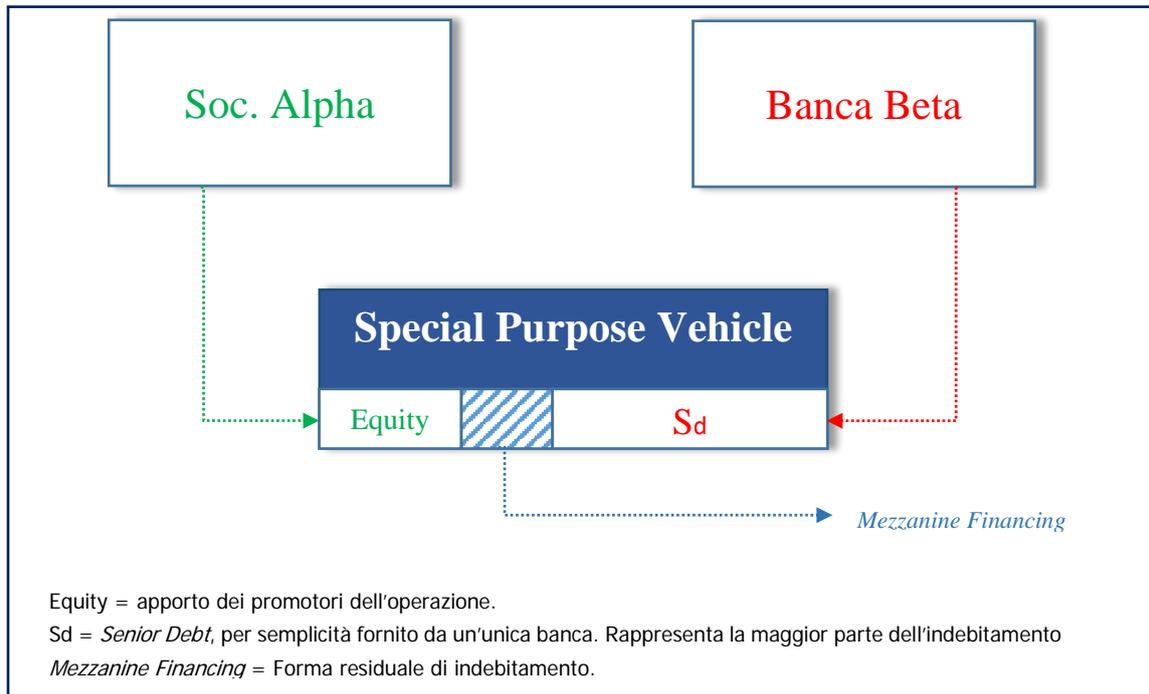
<sup>52</sup> Al riguardo: E. Pinto nel paper *la fusione*, la cui forma integrale è presente sul portale Luiss Learn ([www.luisslearn.it](http://www.luisslearn.it)), sottolinea come le "differenze" di fusione siano disciplinate dal principio contabile OIC 4, fornendo poi la definizioni delle due differenze:

- Da annullamento: "*Differenza tra valore di carico della partecipazione e corrispondente ammontare del PN contabile pro quota*"
- Da concambio: "*Differenza tra l'aumento del capitale sociale dell'incorporante o della NewCo e il PN contabile dell'incorporata o della partecipante alla fusione*"

possessa alcuna partecipazione, vi sarà la presenza delle sole differenze da concambio, tuttavia tale fattispecie non è attinente all'operazione straordinaria oggetto dell'elaborato, essendo questa basata come ampiamente discusso in precedenza sul procedimento di acquisto dello *Special Purpose Vehicle*.

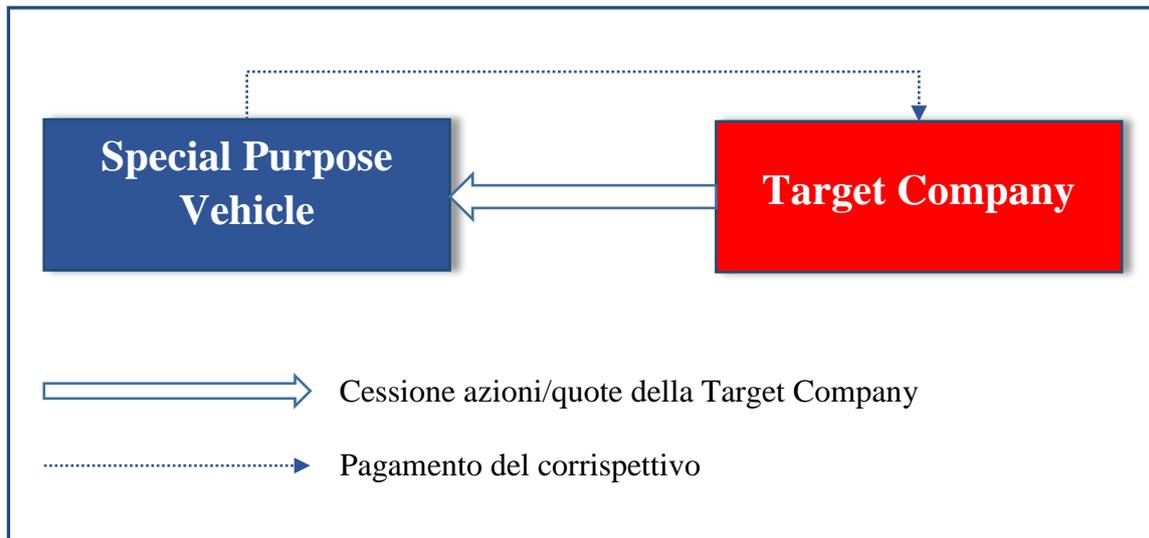
Di seguito, si fornisce una rappresentazione grafica delle fasi di costituzione della *NewCo*, di acquisizione della *target company* e della successiva fusione per incorporazione.

Figura 1: Costituzione dello Special Purpose Vehicle



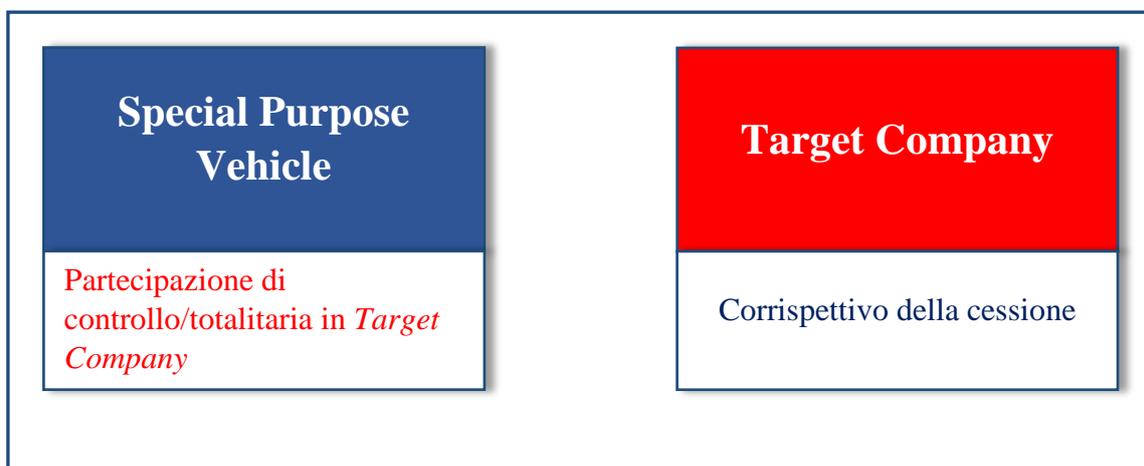
Fonte: elaborazione personale. Un maggiore approfondimento delle varie fonti di finanziamento è fornito al sotto capitolo 1.3.2.

Figura 2: Acquisizione della Target Company



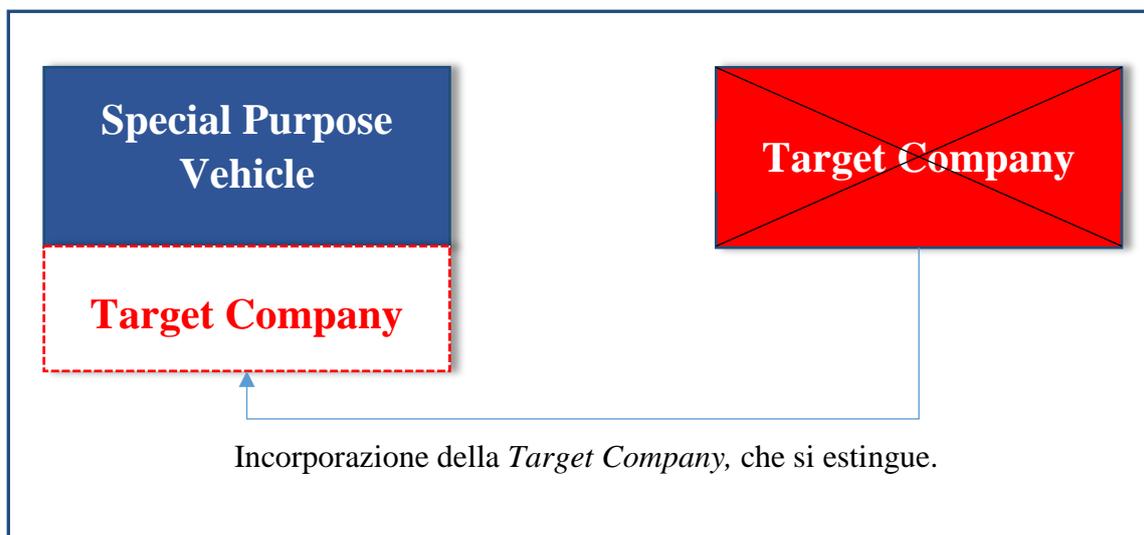
Fonte: elaborazione personale.

Figura 3: Risultato post-acquisizione



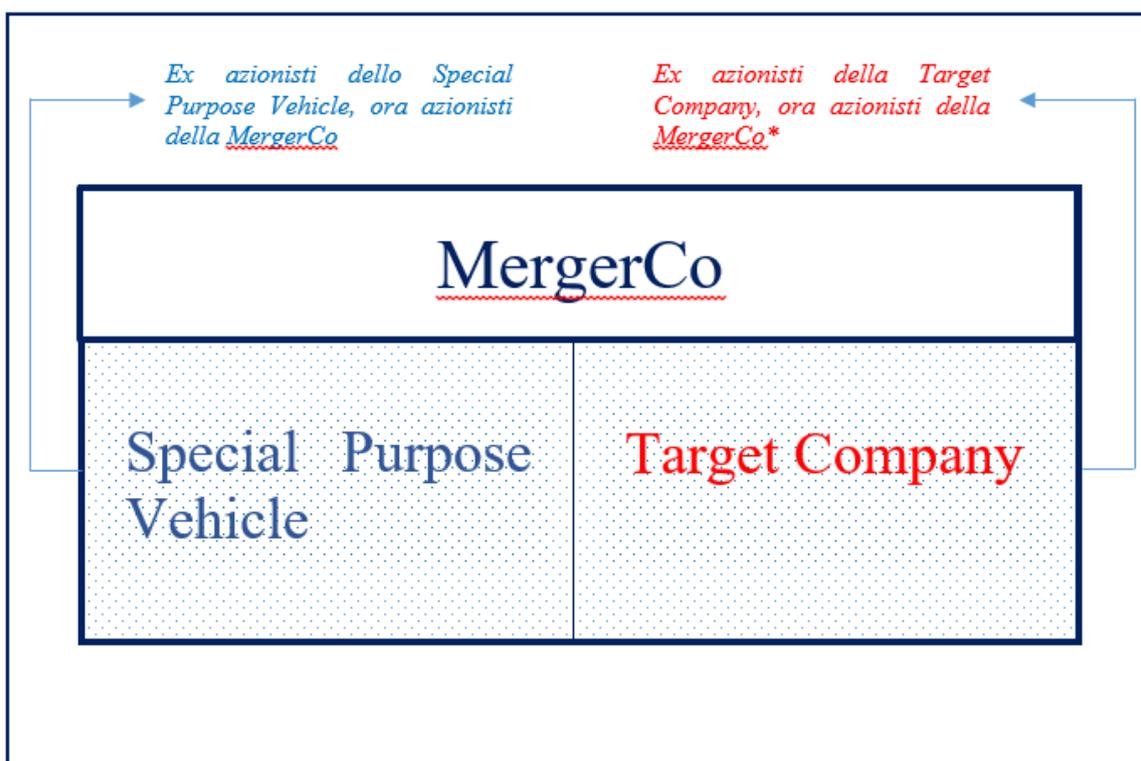
Fonte: elaborazione personale.

Figura 4: Incorporazione della Target Company



Fonte: elaborazione personale.

Figura 5: il risultato della fusione: la MergerCo.



Fonte: elaborazione propria. \*Qualora l'acquisizione della target company abbia avuto oggetto la totalità delle azioni/quote della stessa, non si avrà la presenza di ex azionisti della società bersaglio.

Come logica conseguenza della complessità tecnico-giuridico-economica dell'istituto, i soggetti coinvolti risultano essere molteplici, difatti in aggiunta alle due entità che direttamente implementano il procedimento, ossia la *target company* e lo *Special Purpose Vehicle*<sup>53</sup>, sono protagonisti dell'*iter* anche<sup>54</sup>:

- I finanziatori, che possono essere società di *venture capital*, istituti di credito commerciali, fondi pensione, compagnie di assicurazione etc.);
- I promotori, quali le *merchant bank* e le società finanziarie specializzate;
- La società di consulenza; e
- La società di revisione.

Per quanto riguarda la fase iniziale un ruolo di prim'ordine è ricoperto dai promotori, i quali oltre a garantire la credibilità dell'operazione assolvono anche compiti gestionali di grande importanza, tra cui l'individuazione della società bersaglio e la

<sup>53</sup> E' importante notare come non sempre vi sia la costituzione di una sola società bersaglio, potendo difatti presentarsi la fattispecie per cui l'acquisizione è finalizzata mediante la creazione di più veicoli intermedi, come spesso accade quando il *Merger Leverage Buy-Out* è promosso da una *private equity firm*.

<sup>54</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buy out*, Luiss Press University, Roma 2003, pp. 21, 22, 23.

stesura del correlato progetto finanziario necessario per implementare il *Merger Leverage Buy-Out*, avendo cura di individuare anche il corretto bilanciamento tra *equity* da apportare e finanziamento da ottenere. In più sono questi a scegliere i consulenti legali e gli esperti economici che presteranno ausilio all'impresa durante tutte le fasi dell'operazione.

Di egual importanza è poi il compito svolto dai soggetti finanziatori – come è logico attendersi risultando l'operazione stessa impernata su di un grande utilizzo del debito – essendo coloro che materialmente consentono la riuscita della procedura di acquisizione attraverso la concessione del finanziamento.

Anche le ultime due figure citate nell'elenco di cui sopra assumono primaria rilevanza oltreché per le attività ausiliarie or ora menzionate, soprattutto per la predisposizione di un *business plan* che vada ad affiancare il piano finanziario ed illustri nel dettaglio:

- Il *management* della società bersaglio, profilandone punti di forza e di debolezza nonché le caratteristiche professionali e non, al fine di meglio comprendere se una volta conclusosi l'*iter* procedurale sia preferibile procedere ad un *turnover* relativo ai soggetti apicali ovvero proseguire l'attività con questi ultimi. Non è scontato (per quanto ricorrente che sia) che ad un cambiamento di proprietà si accompagni un cambiamento dei soggetti apicali dell'impresa, potendo infatti l'operazione esser dettata anche dalla volontà dell'acquirente di assicurarsi la *target* proprio in virtù del management che ella possiede (ad esempio avendo individuato particolari doti in seno allo stesso che possono far sperare in una importante evoluzione economica futura dell'impresa, oppure nella convinzione che un cambio nell'azionariato – e quindi un nuovo modo di interagire con il management, magari lasciando a quest'ultimo una maggiore libertà decisionale – possa garantire un miglioramento sensibile dell'andamento economico);
- Le strategie di mercato e di marketing che si intendono intraprendere una volta conclusa l'operazione, evidenziando peraltro i risultati che si prevede di raggiungere (per questa fase solitamente è consigliabile la predisposizione di più scenari, che oscillino tra un *forecast* più ottimistico ed uno più

pessimistico costruendo un *range* comunque non troppo ampio e dispersivo, attribuendo le probabilità di accadimento ad ogni singolo scenario);

- La rappresentazione contabile delle imprese che prendono parte al *Merger Leverage Buy-Out*, evidenziando la situazione patrimoniale-finanziaria degli anni pregressi, la situazione antecedente all'operazione nonché l'evoluzione prevista alla luce delle azioni programmate che verranno intraprese negli esercizi successivi.

### **1.3.1. Le caratteristiche della *target company***

Nonostante sia pacifico quanto tutti gli interpreti di un *Merger Leverage Buy-Out* siano indispensabili per una buona, lecita, ragionevole e profittevole riuscita dell'operazione è evidente come una delle figure di maggiore importanza sia rappresentata dalla società bersaglio.

*In primis* deve trattarsi di una società che possa permettere alla *NewCo* (*i.e.* a chi detiene il controllo di questa) di ottenere dei benefici una volta conclusosi l'*iter*, siano essi di carattere strategico piuttosto che vantaggi legati ad economie di scala, di scopo, ad un accrescimento del know-how ovvero ad una maggiore redditività futura. Talvolta, la *target* può aver portato a termine il suo "ruolo" anche quando consenta al suo acquirente di effettuare una strategia di *exit* redditizia, come si specificherà più nel dettaglio nel paragrafo 1.3.3..

Come dimostrato nella Tabella 1 (v. sopra Cap.1) sono numerosi i settori in cui operano le *target company*, pur verificandosi una netta preponderanza per quelli *Consumer* (41%), ed *Industrial* (21%). Invero, a prescindere dal settore di appartenenza – ed al netto di scelte orientate più da finalità strategiche che non meramente redditizie – possono delinearsi delle caratteristiche riconoscibili ad ogni società bersaglio<sup>55</sup>: la *target company* è spesso identificabile nelle divisioni "non chiave" di grandi gruppi aziendali ovvero di società che versano in difficoltà economiche ma che allo stesso tempo presentano margini di miglioramento significativi in ottica futura od infine sono delineabili in quelle società facenti parte di un mercato estremamente frammentato, che ben si presta ad una successiva aggregazione. Tuttavia, in maniera preponderante si tratta di entità che presentano

---

<sup>55</sup> Franceschi, Bonaventura (a cura di), *Leveraged Buy-Out e Crisi d'impresa: profili economico aziendali*, Milano 2018.

una struttura solida, un modello industriale costruito e difeso nel tempo, ormai sedimentate nel mercato di competenza e con margini di crescita futuri di entità rilevante.

Volendo tracciare un *identikit* della *target company*, sempre al netto di scelte imprenditoriali che esulino dalla mera profittabilità dell'investimento, è possibile delineare le seguenti caratteristiche che la società in esame deve possedere al fine di aumentare le probabilità di buona riuscita dell'intera operazione<sup>56</sup>:

- *In primis*, questa non deve essere gravata da pesanti debiti pregressi. E' evidente infatti come una società appesantita finanziariamente da una grande mole di debito potrebbe non riuscire a sopportare il *debt-push-down* che la *NewCo* pone in essere una volta conclusasi la fusione, rischiando ben presto di divenire insolvente, pregiudicando così il futuro operato della società risultante dalla fusione e quindi l'intera architettura del *Merger Leverage Buy-Out*;
- Deve essere capace di produrre significativi flussi di cassa, che consentano di rimborsare le linee di credito concesse e gli interessi connessi senza che ciò vada ad inficiare sulla produttività della società. Questo requisito spiega perché spesso siano oggetto di *Merger Leverage Buy-Out* imprese operanti in settori di nicchia, ma allo stesso tempo consolidate e con una clientela fidelizzata;
- In virtù di quanto sopra, si ritiene fondamentale che la *target company* goda di una posizione di mercato forte e difendibile, preferibilmente in un mercato con rilevanti barriere all'entrata, garantendo in tal modo un'elevata prevedibilità di profitti e flussi di cassa producibili;
- Alternativamente, possono risultare idonee anche quelle società che seppur momentaneamente non presentano elevati *free-cash-flow* mostrano comunque significative opportunità di crescita e di sviluppo, cruciali sia per

---

<sup>56</sup> Rielaborazione propria sulla base degli scritti di seguito esposti:

- Franceschi, Bonaventura (a cura di), *Leveraged Buy-Out e Crisi d'impresa: profili economico aziendalistici*, Milano 2018.
- S. Zambelli, *Il leveraged Buy Out in Italia: controversie e casi aziendali; Profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011, pp.25.

una riduzione dei tempi di investimento che di disinvestimento nonché per una ancor più profittevole strategia di *exit*;

- Di primaria importanza è inoltre la significativa presenza di attivi patrimoniali, alla quale si accompagna una bassa necessità di investimenti in conto capitale. Oltre all'evidente barriera all'ingresso rappresentata da un'elevata presenza di *asset* patrimoniali, questi sono oltremodo decisivi nell'ottenimento del finanziamento da parte di terzi, potendo perfettamente ricoprire il ruolo di garanzia atta a soddisfare le pretese di questi ultimi. In più, qualora si presentino fasi non profittevoli nel ciclo di vita dell'impresa, la cessione di alcuni cespiti aziendali può essere utile per non inasprire la crisi in corso.

Ciononostante, va comunque segnalato come nella storia dell'istituto, la prevalenza delle società bersaglio siano state caratterizzate da un'elevata generazione di flussi di cassa, ancor più che da un solido attivo patrimoniale.

- Dall'altro lato, nonostante nella grande maggioranza delle operazioni si rivolga l'attenzione a *target company* con modelli di business forti, alle volte i promotori dell'operazione possono essere interessati ad imprese che consentano un netto miglioramento dell'efficienza operativa, riconducibile cioè all'ottenimento di economie di scala, di costo ovvero in senso più ampio ad una più efficace ed efficiente razionalizzazione dei processi operativi e produttivi.
- Infine, può essere decisivo nella scelta del "candidato ideale" il management che opera nello stesso. Preposto che molto spesso ad un'operazione di finanza aziendale si accompagna anche un ricambio nelle figure al vertice dell'azienda, in particolare qualora la *target company* sia stata scelta proprio perché la si considera operante al di sotto delle proprie possibilità, vi è da segnalare come un management capace, preparato, motivato e dotato del giusto *commitment* rappresenti una delle principali leve su cui concentrare l'attenzione al fine di garantire la riuscita del *Merger Leverage Buy-Out*, come già si è accennato in precedenza.

E' perciò fondamentale effettuare una scelta ponderata di quale sia la società *target* più *suitable* alla situazione economica, finanziaria e strategica dell'incorporante (*i.e.* della sua controllante), non solo in un'ottica di breve periodo bensì anche valutando la sua evoluzione in un orizzonte di medio e lungo termine, con i dovuti aggiustamenti a seconda che l'operazione sia prodromica ad un *exit* ravvicinato piuttosto che caratterizzata dall'intento di proseguire nella gestione dell'azienda.

### **1.3.2. Lo *Special Purpose Vehicle (SPV)***

L'altro player che insieme alla società bersaglio ricopre un ruolo preponderante e direttamente attivo all'interno dell'operazione è la *NewCo*, ossia il veicolo appositamente costituito per acquistare il controllo della società bersaglio.

Invero questo è il soggetto più operativo dell'intero processo essendo colui che dapprima procede all'acquisizione delle azioni/quote della *target company* e dappoi effettua la fusione per incorporazione della stessa (ovvero viene incorporato dalla stessa in caso di *Reverse Merger Leverage Buy-Out*).

Dal punto di vista fiscale, le due alternative sono indifferenti<sup>57</sup> dato che, in entrambi i casi, resta in auge il tema legato alla deduzione degli interessi passivi connessi al finanziamento stipulato per l'acquisizione che possono essere alternativamente trattati come:

- a) Come oneri propri della società *target* in caso di fusione per incorporazione della società veicolo;
- b) Come oneri propri della *NewCo* che generano, di regola, perdite gestionali suscettibili di essere compensate attraverso l'opzione per il consolidato fiscale di cui agli artt. 117 e ss. del TUIR, di cui si è dato precedentemente il dettaglio.

E' inoltre la stessa Agenzia delle Entrate, nella summenzionata Circolare n.6 del 30 marzo 2016 a legittimare ambo i casi di fusione, riconoscendone la totale liceità:

---

<sup>57</sup> Assonime, *La disciplina fiscale nelle operazioni di (merger) leveraged buy out*, 2016 (il testo in questione, presente tra le "Note e Studi" è atto a trattare le disposizioni della Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.6 del 30 marzo 2016, menzionata precedentemente.

*“Le operazioni di MLBO vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell’acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell’esposizione debitoria (...)*

*Di fatto, la struttura scelta, rispondendo a finalità extra-fiscali, riconosciute dal Codice Civile e, spesso, imposte dai finanziatori terzi, difficilmente potrebbe essere considerata finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali”.*

A prescindere da come si vada a concludere l'intero procedimento, lo *Special Purpose Vehicle* è, nella quasi totalità dei casi, una società di nuova costituzione (da cui appunto la denominazione *NewCo*) la cui unica finalità è proprio l'ottenimento della totalità (o di una maggioranza che ne consenta comunque il controllo) delle azioni (o quote) della *target company*, tanto che solitamente è sprovvista di una vera e propria struttura operativa. Per quanto sia impossibile stabilire una regola generale di formazione della struttura patrimoniale del veicolo, (che varia in virtù di numerosi variabili tra cui il tipo di *Leverage Buy-Out* che si intende implementare, la normativa vigente, il valore della società *target*, la presenza di altri soggetti interessati alla medesima società) di norma questa si compone in misura minoritaria di *equity* ed in parte preponderante di debito, con un *Debt on Equity ratio* molto sbilanciato. Tra le numerose variabili che debbono essere prese in considerazione al momento della costituzione della *NewCo*, tre risultano essere preponderanti<sup>58</sup>:

- I. I flussi di cassa attesi, strettamente collegati con la porzione di *equity* richiesta;
- II. La capacità massima di effetto leva che presenta la società bersaglio (*i.e.* maggiore sarà tale capacità e maggiore sarà la porzione coperta da *debt*, il quale poi potrà essere ripianato attraverso le disponibilità della stessa *target*;

---

<sup>58</sup> Al riguardo è importante notare come L.F. Franceschi e A.S. Bonaventura in *Leveraged Buy-Out e Crisi d'impresa: profili economico aziendalistici*, Milano 2018, oltre a disciplinare le tre variabili trattate nel testo, proseguono sottolineando come:

*“Ognuna delle tipologie di indebitamento impiegate nel LBO appartengono alla categoria del debito non-investment-grade, vale a dire godono di un rating uguale o inferiore a BB+ per Standard and Poor's e a Ba1 per Moody's Investor Service”.*

- III. La quantificazione del c.d. *tax shield*: alla luce della normativa vigente, il carico debitorio sarà regolato in un'ottica di minimizzazione del carico fiscale che andrà a gravare sulla società.

A testimoniare l'importanza del giusto bilanciamento delle fonti di capitale proprio e di quelle a debito, vi è anche la riflessione delle Entrate, la quale sottolinea efficacemente come l'indebitamento garantisca "*benefici (e rischi) incrementali fintanto che il costo del debt sia inferiore (o superiore) al rendimento del capitale di rischio*". In linea generale, N. Bruno osserva come siano tre le categorie generali di finanziamento che vanno a costituire le disponibilità che il veicolo utilizzerà per completare il proprio acquisto:

- I. *Equity financing* – apportato in sede di costituzione della società ovvero mediante un aumento di capitale antecedentemente all'acquisizione vera e propria, che solitamente non supera la terza parte della totalità delle fonti;
- II. *Senior debt* – così definito in quanto occupa la posizione più elevata tra le forme di debito accordate alla società oltre ad andare a formare la maggior parte del capitale che il veicolo avrà a disposizione. Viene solitamente fornito da istituti bancari (che possono o meno essere qualificabili come *merchant bank*) ed è formato da un finanziamento a medio termine che vede inizialmente come garanzia le azioni (od i beni in senso lato) della società bersaglio, per poi mutare in beni od azioni della società risultante dalla fusione una volta che questa si è conclusa;
- III. *Subordinated debt* – di *seniority* ed ammontare di gran lunga inferiore al precedente serve a coprire la porzione di capitale non soddisfatta dalle due summenzionate forme, presentando perciò carattere residuale, presenta solitamente lunga scadenza ed è concesso dalle società di *venture capital* e dalle compagnie di assicurazione. Tale forma di indebitamento è nella prassi conosciuta con la denominazione di "debito mezzanino" o "*mezzanine financing*", proprio ad indicarne la natura ibrida ed intermedia tra il debito principale e la parte di *equity*, ed è caratterizzato in linea generale dalla sua soddisfazione postergata rispetto

agli altri debiti accompagnata dalla possibilità di acquistare le azioni della società risultante dalla fusione a condizioni predeterminate<sup>59</sup>.

L'agenzia di rating Moody's nel marzo del 2007 ha definito così tale forma di indebitamento:

*"Lending to a borrowing entity or group of entities that directly or indirectly own a property-owning entity, which debt is secured by a first security interest in the borrower's pledged ownership interests in the property owner"*<sup>60</sup>.

La sua notevole diffusione è dovuta, come asserito da uno studio di KPMG<sup>61</sup>, al fatto che *"despite being more expensive credit, sub-debt is less expensive than equity. Interest and fees may be tax deductible, reducing the after tax cost of sub-debt, and more importantly, sub-debt does not have the dilutive effects of issuing common equity"*.

### **1.3.3. La procedura di *exit***

Alle fasi descritte in precedenza, può aggiungersene un'altra, avente carattere conclusivo, ovvero la cd. procedura di *exit*. Difatti, una volta ottenuto il controllo e, se del caso, proceduto alla fusione per incorporazione, l'interesse dei promotori dell'operazione non necessariamente deve essere quello di proseguire nella gestione della *MergerCo*, potendosi riscontrare (peraltro numerosi) casi in cui si opti per una strategia di rivendita.

La procedura di disinvestimento non conosce un soglia minima temporale definita aprioristicamente, poiché nonostante vi sia una progettazione (con correlate previsioni in tal direzione) anteriore all'intera operazione, sono le condizioni di mercato e l'evoluzione della *MergerCo* negli anni ad indicare il momento migliore per effettuare l'*exit*.

---

<sup>59</sup> Tale facoltà permette perciò a quei soggetti che in prima battuta non sono direttamente coinvolti nell'operazione di entrarvi in un secondo momento, ed è difatti conosciuta con la denominazione di *equity kicker*.

<sup>60</sup> Moody's Corporation, *US CMBS and CRE CDO: Moody's Approach to Rating Commercial Real Estate Mezzanine Loans*, marzo 2007.

<sup>61</sup> KPMG International, *Alternatives for commercial debt financing* (la versione integrale dell'approfondimento è presente su [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com)).

La forma tipica di disinvestimento è riscontrabile nella vendita della società ad un terzo (*i.e.* una società terza) così da monetizzare l'investimento iniziale, anche se non è da escludere che la rivendita rientri a far parte di un nuovo *Leverage Buy-Out* – dando così vita a quello che viene definito un *secondary* – potendosi infine prefigurare la fattispecie per cui la cessione della *MergerCo* avviene attraverso il meccanismo dell'*Initial Public Offering* (IPO).

Franceschi e Bonaventura segnalano come in quest'ultima ipotesi la cessione difficilmente abbia ad oggetto la totalità delle azioni, ma che al contrario spesso il promotore (*i.e.* il proprietario del controllo dell'impresa oggetto di IPO) ne trattenga una rilevante parte, procedendo solo in un secondo momento alla vendita totalitaria mediante uno dei due meccanismi sovraesposti.

In conclusione del capitolo, giova segnalare come l'operazione fin qui esposta non vada ad intrecciarsi con le tematiche relative ad i *transfer prices*, non prefigurandosi nel "caso di scuola" del *Merger Leverage Buy-Out* una forma di operazione infragruppo. Invero però, spesso il finanziatore non destina il finanziamento direttamente alla *NewCo*, bensì alla società (di seguito *holding*, capogruppo, *parent company*) che l'ha costituita, la quale in un secondo momento, attraverso quello che viene definito *shareholder loan*, destina il finanziamento al veicolo. Di questa peculiarità, di grande frequenza e rilevanza, viene data illustrazione nel terzo capitolo dell'elaborato, dopo che nel secondo capitolo è passata in rassegna la disciplina del *Transfer Pricing*.

## 2. TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI *TRANSFER PRICES*

Un *Merger Leverage Buy-Out*, come già accennato in chiusura del primo capitolo, non è di principio soggetto alle disposizioni relative ai prezzi di trasferimento, in Italia disciplinate (perlopiù) in forza dell'articolo 110 comma 7 del TUIR. Nella più volte citata Circolare chiarificatrice è infatti l'Agenzia delle Entrate a stabilire che, qualora il veicolo all'uopo costituito sia stato finanziato in maniera diretta da una terza parte non sottoposta al suo controllo, che non posseda il controllo su di esso ovvero che entrambi non siano sottoposti a comune controllo di una ulteriore terza entità, la fattispecie non è configurabile come un servizio infragruppo, non essendo perciò dovuta una remunerazione al suddetto finanziatore.

La disciplina dell'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento va ad intrecciarsi con quella relativa ad i *transfer prices* nel momento in cui vi sia l'interposizione, tra il soggetto erogante il finanziamento e la società veicolo, dell'entità che ha proceduto alla costituzione di quest'ultimo; difatti il paragrafo 7.10 delle "*OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*" (di seguito *OECD Guide Lines*, Linee Guida OCSE o Linee Guida) statuisce quanto segue:

*"Se una società madre raccoglie fondi per conto di un altro membro del gruppo il quale a sua volta li utilizza per acquisire una nuova società, si dovrebbe considerare la casa madre come fornitrice di un servizio al membro del gruppo"*

Le Linee Guida inquadrano perciò la concessione del finanziamento erogato dalla Holding (*i.e.* la società che controlla la *NewCo*) in favore della società veicolo come una prestazione di un servizio, la quale deve perciò soggiacere alle norme in materia di *Transfer Pricing* così come disciplinato dal sopracitato articolo del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, comportando un obbligo di remunerazione da parte della società beneficiaria nei confronti dell'erogatore del servizio, in questo caso rispettivamente lo *Special Purpose Vehicle* e la sua *parent company*, la cui pratica applicazione sarà fornita nell'ultimo capitolo del presente elaborato.

Prima di procedere alla trattazione delle tematiche oggetto delle prossime sezioni, con fini di chiarezza generale, si fornisce una prima definizione di *Transfer Pricing*:

*“Per prezzo di trasferimento si intende, in prima approssimazione, il valore contabilizzato nella misurazione dei risultati delle singole unità aziendali per l'impiego di risorse ottenute da altre unità dell'azienda.”<sup>62</sup>*

## **2.1. Le origini del *Transfer Pricing* e le sue evoluzioni normative**

La definizione appena fornita risale a poco più di un ventennio fa, tuttavia una prima nozione di *Transfer Pricing* è rinvenibile già nella seconda metà dell'800', quando Henry Sidgwick<sup>63</sup> fece notare come un'azienda possa *de facto* rivolgersi in due direzioni, ossia verso il mercato esterno oppure direttamente al suo interno, nei confronti di altre unità che compongono il suo gruppo aziendale.

Invero, il tema del *Transfer Pricing* per quanto abbia goduto di regolamentazione solo in epoca recente, come dimostrato nella successiva sezione, è riscontrabile dal momento in cui ha preso avvio la decentralizzazione delle imprese, con la conseguente nascita di gruppi multi-divisionali e multi-business formati da più imprese.

### **2.1.1. La Circolare n.32 del 22 settembre 1980**

In Italia, la prima forma di regolamentazione ed inquadramento del fenomeno<sup>64</sup> è arrivata grazie alla Circolare *“Il prezzo di trasferimento nella determinazione dei redditi di imprese assoggettato a controllo estero”* emessa dal Ministero delle Finanze, sulla scia di quanto auspicato dall' *Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico* (di seguito anche *Organisation for Economic Co-Operation and Development*, OCSE o *OECD*) nella pubblicazione del rapporto datato 1979<sup>65</sup>,

---

<sup>62</sup> M. Pilati, *Le politiche dei prezzi di trasferimento; organizzazione e controllo nei quasi-mercati*, Milano 1998.

<sup>63</sup> H. Sidgwick, *The principles of Political Economy*, Londra 1883.

<sup>64</sup> Invero, già nel 1973, il Legislatore italiano aveva introdotto nel Testo Unico allora vigente, ossia il D.P.R. n.597 del 29 settembre 1973, l'art. 5337 ai sensi del quale il prezzo delle transazioni tra imprese appartenenti al medesimo gruppo doveva essere determinato in base al valore normale. Tratto da P.Valente, *Manuale del Transfer Pricing*, 2018.

<sup>65</sup> Successivamente il rapporto in esame è stato aggiornato per ben tre volte, nel 1984, 1987 e 1995, prima che nel luglio 2010 venisse diramata la nuova versione delle *Guide Lines*, a sua volta successivamente aggiornata nel luglio 2017, al fine di recepire le nuove disposizioni in lotta all'evasione fiscale internazionale contenute nel progetto *Base Erosion and Profit Shifting* (di seguito BEPS).

all'interno del quale si esortavano i diversi ordinamenti fiscali a disciplinarsi in relazione al principio di libera concorrenza relativo ad i *transfer prices*.

La Circolare in esame, *in primis* si dirige a definire il perimetro normativo entro cui è applicabile, e cioè solo ove si riscontri una cessione di beni ovvero una prestazione di servizi che abbia quali contraenti:

- ✓ Una società estera ed una società italiana, con la prima che controlla, direttamente od indirettamente, la seconda; ovvero
- ✓ Una società estera ed una società italiana, ambo le quali siano sottoposte a comune controllo da parte di una società estera.

Tale disciplina non vede perciò l'inclusione di tutti quei rapporti infragruppo che possono verificarsi all'interno di un gruppo aziendale composto unicamente da entità operanti e residenti in Italia, giungendo finanche ad escludere da normazione le transazioni che intercorrono tra una società italiana ed una estera, nel caso in cui entrambe siano controllate da una terza società italiana.

Il Legislatore, al fine di evitare un'applicazione troppo ristretta della norma in esame, *in primis* disegna una nozione di società molto ampia, sottolineando come si considerino incluse in tale denominazione tutte le "*società, anche forme, giuridiche non espressamente previste nel nostro ordinamento*", purché godano di riconoscimento nello Stato di residenza<sup>66</sup>, "*anche se difettano del requisito di plurisoggettività (..)*".

*In secundis*, include tra le società estere sottoposte alla normativa in esame anche le stabili organizzazioni delle stesse non residenti in Italia, pur sembrando la parola della disposizione in esplicito contrasto con tale inclusione, adducendo come ragione la sprovvista autonomia giuridica della *permanent establishment* rispetto a quella della sua controllante.

A questa prima delineazione di società (estera), il Legislatore aggiunge infine un ritaglio di indubbio valore, concludendo che "*Il termine "società" è riferibile, cioè,*

---

<sup>66</sup> La Circolare procede poi all'elencazione di quelle forma societarie che sono invero considerate come tali anche se non godono di riconoscimento formale nel nostro ordinamento. Esse sono:

- *Groupement d'Interet economique*
- *Arge*
- *Stiftung*
- *Anstalten*
- *Trust*

*alle operazioni compiute dal soggetto estero indipendentemente dalla entità (sede centrale o stabile organizzazione) che le ha poste in essere."*

Di riflesso, anche il termine impresa, riferito a quelle società che risultano esser operanti e residenti nel suolo dello Stato italiano, è da intendersi nella sua misura più estesa, includendo perciò *"chiunque eserciti professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi"*.<sup>67</sup>

Il Legislatore fiscale si allontana poi da quello civilistico, non riconoscendo la nozione di controllo della disposizione in esame con quella disciplinata in seno all'articolo 2359 Cod. Civ., aggiungendo come il controllo in tale *facti species* debba essere *"contrassegnato da esigenze di elasticità e trovare collocazione in un contesto economico dinamico"*, questo poiché i *transfer prices* praticati infragruppo sovente *"trovano il loro presupposto fondamentale nel potere di una parte di incidere sull'altrui volontà non in base al meccanismo del mercato ma in dipendenza degli interessi di una sola delle parti contraenti o di un gruppo"*. In estrema sintesi è perciò chiaro come la nozione di controllo vada intesa come qualsivoglia forma, diretta ovvero indiretta, finanche per interposta figura, atta a dirigere, modificare ed orientare il comportamento della controparte, a prescindere dall' inquadramento formale in essere tra i due (o più) attori.

Una volta individuati coloro a cui si rivolge la Circolare sotto osservazione, giova sottolineare poiché questa sia sorta: in linea di principio, le operazioni infragruppo e quelle praticate nel libero mercato tra parti indipendenti sono in egual maniera lecite e legali e possono portare al medesimo risultato (*i.e.* al medesimo prezzo per il bene ceduto/acquisito o per il servizio prestato/ricevuto, in estrema sintesi); tuttavia, appare chiaro come le dinamiche che muovono la fissazione dei prezzi intercorrenti tra due società unite da vincoli di controllo (ovvero facenti parte di un unico agglomerato di imprese) possano rifuggire da logiche di mercato che nell'accezione comune fanno sì che venga praticato, almeno in linea teorica, il prezzo equo e corretto per ogni transazione. E' così compito dell'Autorità Fiscale (di seguito anche *Tax Authority*) ricondurre il valore delle suddette a quello praticato (praticabile) nel libero mercato, evitando così di garantire un indebito beneficio alle

---

<sup>67</sup> Il Legislatore della Circolare fa in tal caso espresso riferimento alle disposizioni individuate ex art. 2082 Cod. Civ. Nel quale è rubricata la figura dell' *Imprenditore*.

società facenti parte del medesimo Gruppo che altrimenti avrebbero provocato un danno ingiusto a quelle entità che operano in maniera indipendente<sup>68</sup>.

Il concetto di prezzo *corretto* (corsivo personale, data la denominazione errata del *transfer price*, ritenuta però prodromica a quanto di seguito) in una transazione tra imprese facenti parte del medesimo gruppo ha assunto negli anni diverse accezioni, di cui in seguito si darà completa esposizione.

In relazione alla Circolare del Ministero delle Finanze una transazione tra soggetti non indipendenti deve avere come corrispettivo quello che viene definito "valore normale", ossia:

*"Il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per beni e servizi della stessa specie o similari, in condizione di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione nel tempo e nel luogo in cui i corrispettivi e i proventi si considerano conseguiti e gli oneri e le spese si considerano sostenuti ai fini della determinazione del reddito, e in mancanza nel tempo e nel luogo più prossimi."*<sup>69</sup>.

Tale definizione di "valore normale", come sottolineato dalla Circolare, scaturisce dalle disposizioni dell'OCSE, il quale richiede che le transazioni tra parti associate avvengano in linea con il "*prezzo di libera concorrenza (..) che sarebbe stato attuito per transazioni similari da imprese indipendenti*".

Immediatamente dopo, la Circolare enuncia i vari metodi che debbono essere utilizzati al fine di delineare il valore normale entro cui la transazione deve essere ricondotta, dando una prima definizione sia dei "metodi tradizionali basati sulla transazione" che dei "metodi alternativi" i quali, con opportune evoluzioni e modifiche, sono tutt'oggi praticati in virtù della più recente versione delle Linee Guida OCSE: vengono infatti elencati il *metodo del confronto del prezzo*, il *metodo del prezzo di rivendita* ed il *metodo del costo maggiorato*, per quanto riguarda i

---

<sup>68</sup> Esulando dalla sezione in esame, ed osservando l'elaborato nella sua totalità, si considerano indipendenti quelle imprese che non sono in alcun modo legate da vincoli di controllo ovvero di influenza. L'*OECD*, in tal senso: "*Due imprese sono indipendenti una rispetto all'altra se non sono associate.*" in *OECD, Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, luglio 2017.

<sup>69</sup> Art.9 del D.P.R. 597 del 29 settembre 1973, *Istituzione e disciplina dell'imposta sul reddito delle persone fisiche*, la cui completa stesura è disponibile nel sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze ([www.finanze.it](http://www.finanze.it)).

primi, ai quali vanno ad aggiungersi il metodo basato sulla *ripartizione dei profitti globali*, oltre a quelli incentrati sulla *comparazione dei profitti*, sulla *redditività del capitale investito* e sui *margini lordi del settore economico* facenti parti del secondo sottogruppo summenzionato.

L'elaborato si concentrerà sui sopracitati metodi in maniera esclusiva nella sezione 2.2., indi per cui, anche in virtù delle novazioni succedutesi tra la Circolare datata 1980 e le attuali Linee Guida, la loro trattazione viene rinviata alla suddetta. Giova tuttavia, al fine di meglio delineare le successive sezioni, fornire una prima sintetica definizione dei tre metodi tradizionali sovraesposti, citando quando disciplinato dalla Circolare:

- Metodo del confronto del prezzo – *"In base a tale criterio la congruità della transazione viene accertata confrontando il prezzo in verifica con quello che verrebbe praticato per transazioni comparabili tra imprese indipendenti (confronto esterno), ovvero tra una delle imprese che effettuano la transazione e un'impresa indipendente (confronto interno)."*
- Tale metodo è quello che la Circolare suggerisce come preferibile, relegando i successivi ad alternativa nel caso in cui questo non sia praticabile.
- Metodo del prezzo di rivendita – *"il valore normale equivale al prezzo al quale la merce, che è stata acquistata da un venditore "collegato", è rivenduta ad una impresa indipendente, diminuito di un margine di utile lordo."* Qualora poi anche tale metodo non sia applicabile ovvero non vi siano condizioni tali per cui esso possa fornire un risultato affidabile, la Circolare suggerisce di ricondurre la transazione al valore normale mediante l'utilizzo di un metodo basato sull'utile lordo della transazione.
- Metodo del costo maggiorato – *"il prezzo di trasferimento è determinato, in alternativa a quello di rivendita, dal costo di produzione aumentato di un margine di utile lordo."*

Per quanto riguarda invece i metodi alternativi, *in primis* la Circolare sottolinea come questi debbano essere applicati solo qualora i tre metodi tradizionali forniscano un risultato distorto e quindi non in linea con il valore normale a cui ricondurre la

transazione ovvero nel caso in cui vengano utilizzati per verificare la corretta applicazione dei tre metodi di cui sopra (*i.e.* con fini corroborativi). Inoltre, tali metodi sono quelli che maggiormente si sono modificati nel corso degli anni, tanto che nelle Linee Guida del luglio 2017 si ha la presenza di soli due metodi alternativi, ossia il *Transactional Net Margin Method* (di seguito TNMM o metodo del margine netto della transazione) ed il *Transactional Profit Split Method* (di seguito PSM o metodo di ripartizione dell'utile), entrambi basati sul margine netto della transazione, a differenza dei metodi classici incentrati sui margini lordi della stessa. Anche di questi ultimi, viene data integrale presentazione nella sopracitata sezione. Concludendo la trattazione della prima Circolare riferitasi in via diretta ai *transfer prices*, si sottolinea come già nel 1980 l'Amministrazione fiscale avesse puntato la lente d'ingrandimento sulle tematiche di finanziamento infragruppo e la correlata trattazione degli interessi, che assumono ruolo centrale in caso di *Merger Leverage Buy-Out*, statuendo come "*gli interessi derivanti da operazioni di finanziamento concluse da imprese italiane con società controllanti estere rientrano nella disciplina del prezzo di trasferimento*", aggiungendo come anche per tale tipologia di transazione debba essere rispettato il principio del prezzo di libera concorrenza, andando perciò ad esaminare se il tasso praticato *intercompany* possa essere considerato in linea con quello che sarebbe stato individuato in una transazione simile svolta da imprese tra loro indipendenti.

### **2.1.2. Il passaggio dal valore normale al principio dell'*arm's length***

La disciplina dei *transfer prices* per molti anni si è imperniata sulla definizione di valore normale, così come delineata dalla Circolare, tanto che nel Testo Unico del 22/12/1986 n.917 (di seguito anche TUIR o Testo Unico delle Imposte sui Redditi) al comma 7 articolo 110 *Norme generali sulle valutazioni* veniva disposto quanto segue:

*"I componenti del reddito derivanti da operazioni con società non residenti nel territorio dello Stato, che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa, sono valutati in base al **valore normale** dei beni ceduti, dei servizi prestati e dei beni e servizi ricevuti, determinato a norma del*

*comma 2, se ne deriva aumento del reddito; la stessa disposizione si applica anche se ne deriva una diminuzione del reddito, ma soltanto in esecuzione degli accordi conclusi con le autorità competenti degli Stati esteri a seguito delle speciali "procedure amichevoli" previste dalle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni sui redditi. La presente disposizione si applica anche per i beni ceduti e i servizi prestati da società non residenti nel territorio dello Stato per conto delle quali l'impresa esplica attività di vendita e collocamento di materie prime o merci o di fabbricazione o lavorazione di prodotti."*<sup>70</sup>.

Tale definizione ha subito recente modifica (sostituzione) in virtù dell'entrata in vigore del Decreto Legge dell'aprile 2017, convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n.96, grazie al quale è stato statuito come in luogo del valore normale debba essere preso in considerazione il principio di libera concorrenza, *i.e.* l' *arm's length principle* disciplinato dalle Linee Guida OCSE, che rappresenta ad oggi il pilastro su cui si basa l'intera architettura recante la disciplina dei prezzi di trasferimento, di cui si darà completa esposizione nella sezione 2.2.; in virtù di quanto sopra, al momento della stesura del presente elaborato, l'articolo 110 comma 7 del TUIR dispone quanto segue:

*"I componenti del reddito derivanti da operazioni con società non residenti nel territorio dello Stato, che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa, sono determinati con riferimento alle condizioni e ai prezzi che sarebbero stati pattuiti tra soggetti indipendenti operanti in **condizioni di libera concorrenza e in circostanze comparabili**, se ne deriva un aumento del reddito. La medesima disposizione si applica anche se ne deriva una diminuzione del reddito, secondo le modalità e alle condizioni di cui all'articolo 31-quater del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, possono essere determinate, sulla base delle*

---

<sup>70</sup> Articolo 110 c.7 in vigore dal 01/01/2008 modificato da D.L. 24 aprile 2017 n.50, in virtù delle disposizioni contenute all'articolo 59.

*migliori pratiche internazionali, le linee guida per l'applicazione del presente comma."*

Come si può evincere dalla lettura in combinato del comma *ex-ante* ed *ex-post*, quella relativa all'introduzione del principio di libera concorrenza non è l'unica modifica apportata all'articolo in questione, tuttavia essendo questa di ineguagliabile centralità nelle dinamiche di *Transfer Pricing* l'attenzione del presente lavoro sarà diretta perlopiù a quest'ultima. In aggiunta inoltre, assume ruolo centrale anche l'ultimo periodo del sopracitato comma 7, dove il Legislatore è fermo nello stabilire come, grazie ad un Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, tenuto conto delle *best practice* internazionali – esplicito in tal senso il riferimento alle *OECD Guide Lines* ed al *Base Erosion and Profit Shifting* – si possa dar luce a delle linee guida per l'applicazione delle disposizioni oggetto di trattazione.

Ed in tal senso, attraverso il Decreto Ministeriale del 14 maggio 2018<sup>71</sup>, vengono formalizzate le "*Linee guida per l'applicazione delle disposizioni previste dall'art 110 comma 7 del Testo Unico delle imposte sui redditi approvato con d.P.R. 22 Dicembre 1996, n.917, in materia di prezzi di trasferimento*".

E' di comune accettazione come tale Decreto sancisca nel nostro ordinamento l'affiancarsi, alle disposizioni dell'art. 110 comma 7 TUIR, delle *OECD Guidelines* quale forma legislativa in senso vero e proprio, non confinandole più a "mera" *best practice* bensì eguagliandole allo stesso rango delle disposizioni previste in seno al Testo Unico delle Imposte sui Redditi. Il Decreto difatti, nei 9 articoli che lo compongono, procede nella elencazione di quegli aspetti che sono in maniera più esaustiva e dettagliata trattati all'interno delle Linee Guida, sancendo perciò la piena cittadinanza giuridica delle stesse all'interno del perimetro legislativo Italiano.

Data tale premessa, non si procede in questa sede a dettagliare nella totalità del suo contenuto quanto previsto dal Decreto di cui sopra; in particolare dei nove articoli che lo compongono:

1. Ambito di applicazione
2. Definizioni

---

<sup>71</sup> La cui stesura più completa è rinvenibile sul sito ufficiale del Ministero dell'Economia e delle Finanze ([www.finanze.it](http://www.finanze.it)).

3. Nozione di comparabilità
4. Metodi per la definizione dei prezzi di trasferimento
5. Aggregazione delle operazioni
6. Intervallo di valori conformi al principio di libera concorrenza
7. Servizi a basso valore aggiunto
8. Documentazione
9. Ulteriori disposizioni applicative

Si rinvia alla successiva sezione 2.2., recante la disciplina delle Linee Guida, la trattazione dei punti 3 e 4, mentre si avrà una trattazione specifica del punto numero 6 in seno al terzo capitolo dell'elaborato, dove l'intervallo di valori conformi al principio di libera concorrenza sarà delineato da un punto di vista pratico e numerico; infine, il punto 8 sarà oggetto di analisi nella sottosezione 2.1.3..

Il punto numero 1 è di introduzione alle disposizioni, ribadendo come il Decreto in oggetto sia diretto alla fornitura delle linee guida per l'applicazione delle disposizioni ex art. 110 c.7 del TUIR, al fine di assicurare il rispetto del principio di libera concorrenza.

Il secondo punto, per quanto ampiamente tratto dalle Linee Guida OCSE viene disciplinato in tale ambito in quanto ritenuto prodromico alle successive sezioni; esso fornisce infatti delle definizioni di primaria rilevanza di seguito riportate:

- Imprese associate: ovvero quelle società, residenti o non residenti in Italia, tali per cui *"una di esse partecipa, direttamente o indirettamente, nella gestione, nel controllo o nel capitale dell'altra" o "lo stesso soggetto partecipa direttamente o indirettamente nella gestione, nel controllo o nel capitale di entrambe"*;
- Partecipazione nella gestione, nel controllo o nel capitale: il Decreto precisa come ciò non avvenga unicamente tramite il possesso di una partecipazione superiore al 50% del capitale, nei diritti di voto ovvero negli utili di una determinata entità, bensì anche in virtù della possibilità di esercitare una influenza di tipo dominante alla luce di particolari vincoli azionari ovvero contrattuali nei confronti della suddetta entità;

- Imprese indipendenti: sono quelle imprese non riconducibili all'alveo delle imprese associate, come sopra delineate.
- Operazione controllata: è quella transazione che intercorre tra due imprese associate, regolata da valido contratto, avente natura commerciale o finanziaria; vi è poi, in seno a tale articolo, una chiusura che espressamente rimanda alla "prevalenza della sostanza sulla forma", quando viene statuito come si possa discorrere "operazione controllata" anche in virtù dell' "*effettivo comportamento tenuto dalle parti se divergente dai termini contrattuali o in assenza degli stessi*".

Il punto numero 5 invece, pur partendo dall'inciso secondo cui il principio di libera concorrenza deve essere valutato ed applicato singolarmente ad ogni transazione, introduce un regime di aggregazione in virtù del quale "*se un'impresa associata realizza due o più operazioni controllate che risultano tra loro strettamente legate, o che formano un complesso unitario, tale da non poter essere valutate separatamente in maniera affidabile, tali operazioni devono essere aggregate in maniera unitaria ai fini dell'analisi di comparabilità*".

Anche il punto 7 del Decreto Ministeriale del 14 maggio 2018 ha finalità semplificatrice, poiché lo stesso consente, per quelle transazioni infragruppo che:

- ✓ Hanno natura di supporto;
- ✓ Non rappresentano il *core business* del gruppo;
- ✓ Non richiedono l'impiego di *intangible asset* di valore unico e non sono nemmeno dirette alla creazione di questi ultimi;
- ✓ Non fanno sì che in capo all'erogatore del servizio si costituisca un rischio significativo in virtù della fornitura dello stesso;

Di valorizzare il servizio oggetto della transazione "*aggregando la totalità dei costi diretti e indiretti connessi alla fornitura del servizio stesso, aggiungendo un margine di profitto pari al 5% dei suddetti costi*".

### **2.1.3. La Transfer Pricing Documentation in Italia**

Un aspetto centrale, sia dal lato aziendale che da quello dell'Autorità Fiscale è trattato al punto numero 8 del Decreto sovraesposto, avente ad oggetto la Documentazione relativa ai *transfer prices*.

In primo luogo si precisa come in Italia non vi sia alcun obbligo di predisposizione della suddetta Documentazione, per alcun tipo di entità o gruppo di imprese, potendo tuttavia la sua idonea redazione garantire un regime premiale per la prima volta introdotto nel nostro ordinamento in forza del D.Lgs n.471 del 18 dicembre 1997, pubblicato in Gazzetta Ufficiale l'8 gennaio 1998<sup>72</sup>. Difatti, a prescindere dal numero di transazioni infragruppo effettuate e dal volume delle stesse ogni società ha la facoltà, ma non l'obbligo, in sede di dichiarazione dei redditi di comunicare all'Autorità Fiscale il possesso della documentazione inerente ai prezzi di trasferimento<sup>73</sup>.

Ciò può dar luogo ad un particolare regime in favore del contribuente, disciplinato dall'articolo 1 comma 6 nonché dall'articolo 2, comma 4-ter<sup>74</sup>, i quali dispongono rispettivamente quanto segue:

*Art. 1 comma 6 - "In caso di rettifica del valore normale dei prezzi di trasferimento praticati nell'ambito delle operazioni di cui all'articolo 110, comma 7, del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, da cui derivi una maggiore imposta o una differenza del credito, la sanzione di cui al comma 2 non si applica qualora, nel corso dell'accesso, ispezione o verifica o di altra attività istruttoria, il contribuente consegni all'Amministrazione finanziaria la documentazione indicata in apposito provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate idonea a consentire il riscontro della conformità al valore normale dei prezzi di trasferimento praticati. Il contribuente che detiene la documentazione prevista dal*

---

<sup>72</sup> La sua completa stesura è reperibile presso il sito dell'Agenzia delle Entrate ([www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it)).

<sup>73</sup> "La comunicazione relativa al periodo d'imposta in corso alla data di entrata in vigore del decreto-legge e ai successivi deve essere effettuata in sede di presentazione della dichiarazione dei redditi, mentre quella concernente i periodi d'imposta antecedenti deve essere inviata entro 90 giorni dalla data di pubblicazione del Provvedimento (e cioè, entro il 28 dicembre 2010), ovvero oltre tale termine, ma, in ogni caso, prima dell'inizio di accessi, ispezioni, verifiche o altre attività amministrative di accertamento delle quali il soggetto abbia avuto formale conoscenza. Qualora tali modalità e termini di presentazione della comunicazione non vengano rispettati dal contribuente, l'Amministrazione finanziaria non potrà accordare il beneficio previsto dal comma 2-ter dell'art. 1 del decreto legislativo n. 471 del 1997.", Circolare n.58/E 15 dicembre 2010, *Oneri documentali in materia di prezzi di trasferimento di cui alla disciplina prevista dall'art. 1, comma 2-ter del decreto legislativo 18 dicembre 1997, n. 471.*

<sup>74</sup> L'aggiunta di tale comma è stata effettuata grazie all'art 26 del decreto legge del 31 maggio 2010 n. 78 denominato "Adeguamento alla direttive OCSE in materia di documentazione dei prezzi di trasferimento", integralmente rinvenibile in [www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it).

*provvedimento di cui al periodo precedente, deve darne apposita comunicazione all'Amministrazione finanziaria secondo le modalità e i termini ivi indicati. In assenza di detta comunicazione si rende applicabile il comma 2<sup>75</sup>.”;*

*Art. 2 comma 4-ter – “In caso di rettifica del valore normale dei prezzi di trasferimento praticati nell'ambito delle operazioni di cui all'articolo 110, comma 7, del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, da cui derivi la non corretta applicazione delle aliquote convenzionali sul valore delle royalties e degli interessi attivi che eccede il valore normale previste per l'esercizio della ritenuta di cui all'articolo 25, quarto comma, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, la sanzione di cui al comma 2 non si applica qualora, nel corso dell'accesso, ispezione o verifica o di altra attività istruttoria, il contribuente consegna all'Amministrazione finanziaria la documentazione indicata in apposito provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle entrate idonea a consentire il riscontro della conformità al valore normale dei prezzi di trasferimento praticati. Il contribuente che detiene la documentazione prevista dal provvedimento di cui al periodo precedente deve darne apposita comunicazione all'Amministrazione finanziaria secondo le modalità e i termini ivi indicati; in assenza di detta comunicazione si rende applicabile la sanzione di cui al comma 2.”*

Di converso, con la Circolare del 15 dicembre 2010, già menzionata in nota, l'Agenzia delle Entrate statuisce come una sua mancanza (*rectius*: la sua presentazione irrispettosa delle modalità e dei termini delineati) non si traduce in “*sanzioni specifiche ed ulteriori rispetto a quelle previste (...) per il caso di dichiarazione infedele*”.

---

<sup>75</sup> Il quale a sua volta statuisce quanto segue:

*“Se nella dichiarazione è indicato, ai fini delle singole imposte, un reddito imponibile inferiore a quello accertato, o, comunque, un'imposta inferiore a quella dovuta o un credito superiore a quello spettante, si applica la sanzione amministrativa dal cento al duecento per cento della maggior imposta o della differenza del credito. La stessa sanzione si applica se nella dichiarazione sono esposte indebite detrazioni d'imposta ovvero indebite deduzioni dall'imponibile, anche se esse sono state attribuite in sede di ritenuta alla fonte.”*

Invero, al fine di avvalersi del regime di favore, è necessario che la predisposizione della *TP Documentation* avvenga in linea con quanto stabilito nel Provvedimento del 29 settembre 2010 redatto dall'Agenzia delle Entrate (di seguito il Provvedimento)<sup>76</sup>. Quest'ultimo stabilisce che affinché si possa pronunciare l'idoneità della Documentazione predisposta e consegnata, essa deve includere due documenti, ovvero il cd. "Masterfile" e la cd. "Documentazione Nazionale", entrambi articolati nei capitoli, paragrafi e sotto paragrafi individuati dal Provvedimento stesso.

Il primo deve essere redatto al fine di dare informativa riguardo al gruppo inteso nella sua totalità, avendo cure di mostrare, tra gli altri, il suo organigramma, la sua storia, la strategia perseguita, il mercato di riferimento, le operazioni infragruppo realizzate nonché la politica di determinazione dei *transfer prices* nell'anno oggetto di analisi. La Documentazione Nazionale invece è diretta alla presentazione delle informazioni relative alla singola società che la redige, dovendo anche in tal caso dare *disclosure* della storia, del settore di attività e della struttura operativa, dei rischi assunti e dei beni *tangible* ed *intangibile* utilizzati durante l'esercizio nonché delle operazioni infragruppo espletate e delle politiche adottate per far sì che queste risultino rispettose del principio di libera concorrenza.

Preposto che la Documentazione da predisporre varia a seconda della società a cui si riferisce<sup>77</sup>, la sua presentazione all'Amministrazione finanziaria è fissata dal Provvedimento entro 10 giorni dalla relativa richiesta e qualora nel corso del controllo vengano a rendersi necessarie informazioni aggiuntive e/o supplementari,

---

<sup>76</sup> Il Provvedimento è presente nella sua interezza su [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it).

<sup>77</sup> Difatti il procedimento diversifica a seconda che si tratti di:

- Holding di un gruppo multinazionale: in tal caso è richiesta la presentazione e del Masterfile e della Documentazione Nazionale;
- Sub-Holding: anche in tal caso si richiedono i due documenti di cui sopra, ma il Masterfile può riferirsi unicamente al "*sotto-gruppo al cui vertice è posta la sub-holding*" ovvero si dà facoltà di presentare il Masterfile relativo all'intero gruppo;
- Impresa controllata: si richiede esclusivamente la presentazione della Documentazione Nazionale;
- Stabile Organizzazione in Italia di imprese non residenti: a seconda che questa sia inquadrabile come Holding, Sub-Holding o controllata, si applica la disciplina del caso di specie.
- Piccole e medie imprese: si richiede unicamente la presentazione della Documentazione Nazionale, fornendo inoltre la facoltà di non aggiornare, per i due anni successivi a quello di presentazione, il sotto paragrafo relativo alle politiche di determinazione dei prezzi di trasferimento, a patto che l'analisi di comparabilità sia basata su informazioni di pubblico dominio e che le stesse non subiscano significative variazioni nel periodo oggetto di analisi.

queste dovranno essere presentate entro un massimo di 7 giorni dalla loro domanda, tenuto conto di eventuali proroghe legate al caso di specie.

Tuttavia, la predisposizione della *TP Documentation* nonché la sua presentazione nei termini ivi delineati non garantisce automatico ingresso nel regime premiale, poiché come statuito nel sotto capitolo 8.3 del Provvedimento, l'Amministrazione non risulta vincolata qualora la Documentazione:

- Pur rispettando i requisiti formali in esso delineati, manca di fornire informazioni complete e conformi a quelle richieste; oppure
- Le informazioni fornite mancano di veridicità tale da fuorviare l'analisi.

Invero, a difesa del contribuente vi sono però le disposizioni ex art. 8 "*Documentazione*" del Decreto Ministeriale del 14 maggio 2018 alla luce delle quali è chiaro come la Documentazione sia da configurarsi idonea:

- ✓ Anche qualora il metodo (*i.e.* i metodi) per determinare i *transfer prices* utilizzato dall'Amministrazione differisca da quello praticato dall'impresa, a patto che quest'ultima abbiamo fornito le informazioni necessarie per espletare la suddetta analisi;
- ✓ Vi siano inesattezze parziali od omissioni di minima rilevanza, che nella loro totalità non vanno a pregiudicare l'esito del controllo<sup>78</sup>.

Sempre in tema di Documentazione, oltre ai sopra menzionati, assume un ruolo centrale il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 23 febbraio 2017, emanato in attuazione dell'articolo 1 commi 145 e 146 della legge 28 dicembre 2015 n.208<sup>79</sup>, pubblicato in Gazzetta Ufficiale l'8 marzo dello stesso anno, il quale in virtù del rapporto OCSE *Action 13* relativo al progetto BEPS nonché sulla base della direttiva 2016/881/UE introduce in Italia l'obbligo del cd. *Country-by-Country Reporting*.

Le disposizioni ivi contenute si applicano all'entità definibile come "gruppo multinazionale", con questo intendendo qualsiasi gruppo in cui vi siano almeno due

---

<sup>78</sup> Invero tale secondo punto è tratto dal sopracitato Provvedimento, il quale stabilisce che "omissioni o inesattezze parziali e tali da non pregiudicare l'analisi (...)" non sono asseribili come causa di caducazione del regime premiale in favore del contribuente.

<sup>79</sup> Tale Decreto è solitamente conosciuto come *Legge di Stabilità 2016*, la cui integrale versione è riportata nel sito web della Gazzetta Ufficiale ([www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)).

società con residenza fiscale in giurisdizioni tra loro differenti, ovvero anche nel caso in cui un'impresa sia residente in una determinata giurisdizione, ma risulti essere soggetta ad imposte in un'altra in ragione dell'esercizio delle sue attività per mezzo di una stabile organizzazione ivi localizzata. Sono esenti dalle disposizioni in esame quei gruppi multinazionali che, alla luce delle informazioni desumibili dal bilancio consolidato dell'anno, presentano ricavi per un valore inferiore a 750 milioni di Euro. Una volta verificato il superamento della soglia quantitativa indicata all'articolo 1 comma 3 del testo, a partire dal 1° gennaio 2016, è fatto obbligo per "*ciascuna controllante capogruppo di un gruppo multinazionale residente nel territorio dello Stato (..)*" la presentazione di una "*rendicontazione paese per paese*"<sup>80</sup>, ovvero qualora sussistano le cause presentate al comma 2 del medesimo documento<sup>81</sup>, l'onere della presentazione trasla su una delle entità facenti parte del gruppo, residente<sup>82</sup> nel territorio dello Stato e diversa dalla capogruppo.

Tuttavia, a prescindere che sia la capogruppo ovvero una sua controllata a redigere e presentare la reportistica, questa dovrà per ciascuna giurisdizione in cui opera il gruppo multinazionale oggetto di analisi:

- ✓ Contenere i dati aggregati di tutte le entità appartenenti al gruppo riguardanti i ricavi, gli utili (le perdite) al lordo delle imposte sul reddito, le imposte sul reddito pagate e maturate, il capitale dichiarato, gli utili non

---

<sup>80</sup> Art.2 c.1 *Obbligo di presentazione* Decreto 23 febbraio 2017.

<sup>81</sup> L'articolo citato nel testo dispone infatti che in luogo della controllante sia una società residente in Italia e facente del Gruppo a disporre della reportistica, qualora si verifichi una delle seguenti condizioni:

- 1) la controllante capogruppo del gruppo multinazionale non è obbligata a presentare la rendicontazione paese per paese nella propria giurisdizione di residenza fiscale;
- 2) nella giurisdizione di residenza fiscale della controllante capogruppo vige un accordo internazionale con l'Italia, ma alla data di scadenza del termine indicato all'art. 5 non è in vigore uno specifico accordo qualificante tra autorità competenti che preveda lo scambio automatico delle rendicontazioni paese per paese tra le medesime;
- 3) si è verificata un'inadempienza sistemica della giurisdizione di residenza della controllante capogruppo, comunicata dall'Agenzia delle entrate all'entità appartenente al gruppo multinazionale residente nel territorio dello Stato.

I commi successivi disciplinano poi il flusso informativo che deve intercorrere tra la controllante e la società in analisi designata alla presentazione della reportistica, disciplinando anche l'ipotesi per cui la prima non sia in grado ovvero manchi di fornire le informazioni alla seconda.

<sup>82</sup> Si segnala come in tale sede il concetto di residenza venga valutato in virtù delle disposizioni statuite all'art. 73 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, *Soggetti passivi*.

distribuiti, il numero di dipendenti e le immobilizzazioni materiali diverse dalle disponibilità liquide o mezzi equivalenti;

- ✓ Fornire l'identificazione di ogni entità appartenente al gruppo multinazionale ivi residente, la giurisdizione fiscale di costituzione o di organizzazione, se diversa dalla giurisdizione di residenza fiscale, la natura dell'attività o delle principali attività svolte. Le stabili organizzazioni devono essere elencate con riferimento alla giurisdizione fiscale in cui sono situate, precisando l'entità giuridica a cui fanno capo<sup>83</sup>.
- ✓ Essere fornita all'Agenzia delle Entrate entro l'anno successivo all'ultimo giorno del periodo di imposta di rendicontazione del gruppo multinazionale<sup>84</sup>.

## **2.2. Le OECD Transfer Pricing Guidelines**

L'OCSE è un'organizzazione internazionale<sup>85</sup> istituita in seguito alla Convenzione sull'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, entrata in vigore il 30 settembre 1961, in sostituzione dell'OECE (Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea).

L'Organizzazione, avente sede a Parigi, conta attualmente 36 membri<sup>86</sup> rispetto ai 20 iniziali, e si adopera al fine di promuovere, a livello globale, politiche che migliorino il benessere economico e sociale dei cittadini<sup>87</sup>.

L'OCSE è l'organismo che ha redatto le Linee Guida in tema di *Transfer Pricing* che ad oggi rappresentano la miglior *best practice* in materia, tanto che si è reso necessario, come mostrato in precedenza, un loro inserimento all'interno del perimetro normativo italiano in forza del sopracitato Decreto Ministeriale del 14 maggio 2018. Le *Guidelines* sono definite dal Ministero dello Sviluppo Economico<sup>88</sup>

---

<sup>83</sup> Art 4 Commi 1 a) e b), Decreto 23 febbraio 2017 Min. Economia e Finanze.

<sup>84</sup> Art 5, Decreto 23 febbraio 2017 Min. Economia e Finanze.

<sup>85</sup> Tratto da [www.oecd.com](http://www.oecd.com), sito ufficiale dell'Organizzazione.

<sup>86</sup> In ordine alfabetico essi sono: Australia, Austria, Belgio, Canada, Cile, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Gran Bretagna, Grecia, Irlanda, Islanda, Israele, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Repubblica di Corea, Repubblica Slovacca, Slovenia, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Turchia, Ungheria.

<sup>87</sup> Tratto da [www.esteri.it](http://www.esteri.it), sito ufficiale del Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale.

<sup>88</sup> Tratto da [www.mise.gov.it](http://www.mise.gov.it).

come delle "raccomandazioni" dirette dai governi alle varie MNE (*Multinational Enterprises* o imprese multinazionali) che svolgono la loro attività in paesi facenti parte dell'OCSE, volte a fornire principi non vincolanti per una condotta d'impresa responsabile in un contesto globale coerente con le gli standard riconosciuti a livello internazionale; si precisa poi come queste risultino essere, al momento della stesura dell'elaborato, l'unico codice di condotta d'impresa concordato a livello multilaterale tra i vari governi.

La produzione più recente in materia di Linee Guida<sup>89</sup> risale a luglio 2017 (per le altre versioni v. nota 62) ed è suddivisa nei seguenti capitoli<sup>90</sup>:

- I. Il principio di libera concorrenza;*
- II. Metodi per la determinazione dei prezzi di trasferimento;*
- III. Analisi di comparabilità;*
- IV. Metodi amministrativi per evitare e risolvere le controversie in materia di prezzi di trasferimento;*
- V. Documentazione;*
- VI. Beni immateriali;*
- VII. Servizi infragruppo;*
- VIII. Accordi sulla ripartizione dei costi;*
- IX. Aspetti relativi ai prezzi di trasferimento nell'ambito delle riorganizzazioni aziendali.*

Nella stesura del presente elaborato si fornisce una descrizione dettagliata, per quanto non esaustiva in ragione dell'incongruità dello spazio a disposizione in comparazione con le informazioni presenti nel documento, dei capitoli *I, II e III* (che peraltro rappresentano il cuore della disciplina inerente al *Transfer Pricing*) pur operando numerosi rinvii ai capitoli restanti, per consentire una maggiore chiarezza in sede di presentazione del caso pratico oggetto del capitolo conclusivo.

---

<sup>89</sup> Al riguardo si segnala come le Linee Guida ufficiali siano riprodotte in lingua Inglese e Francese, pur avendo l'OCSE accettato la conformità della traduzione in lingua italiana. Nel seguito dell'elaborato, si procederà indistintamente con riferimenti sia alla versione ufficiale riprodotta in lingua inglese che a quella italiana, pur ricorrendo principalmente alla prima nei casi in cui si voglia rafforzare il concetto espresso. In nota, tuttavia, si è preferito per le ragioni appena esposte, fare riferimento alla versione in lingue inglese, pur riportando Capitoli e paragrafi in italiano.

<sup>90</sup> Trattati dall'indice di *OECD Guidelines* 2017.

### 2.2.1. Il principio di libera concorrenza: l'articolo 9 del Modello di Convenzione fiscale OCSE

Il principio di libera concorrenza (*arm's length principle*) più volte citato nel presente elaborato, costituisce il fulcro del processo di determinazione dei *transfer prices* praticati tra imprese associate. Il Capitolo I delle *Guidelines*, nell'enunciarlo, rimanda all'articolo 9 del Modello di Convenzione Fiscale OCSE il quale enuncia quanto segue:

*"(Allorché) le due imprese (associate), nelle loro relazioni commerciali o finanziarie, sono vincolate da condizioni accettate o imposte, diverse da quelle che sarebbero state convenute tra imprese indipendenti, gli utili che, in mancanza di tali condizioni, sarebbero stati realizzati da una delle imprese, ma che, a causa di dette condizioni, non lo sono stati, possono essere inclusi negli utili di questa impresa e tassati in conseguenza."*<sup>91</sup>

Tale articolo nasce in virtù della possibilità che una transazione effettuata tra due imprese facenti parte del medesimo gruppo rifugga da quei criteri di libero mercato che invece regolano (regolerebbero) la medesima transazione avvenuta tra due imprese tra loro indipendenti. Giova precisare che non si tratta di una condizione verificata aprioristicamente, tanto che è sottolineato al paragrafo 1.2 come l'Amministrazione fiscale non debba presupporre in maniera sistematica che allorquando due imprese facenti parte del medesimo gruppo svolgono tra loro una transazione questa sia in linea di principio irrispettosa dell'*arm's length*. Difatti, le imprese associate molto spesso fanno parte di gruppi multinazionali di dimensioni tanto vaste da permettergli di beneficiare di una notevole autonomia decisionale ed operativa, tanto da renderle, all'atto pratico, delle società indipendenti.

Tuttavia, una verifica è necessaria poiché una transazione "viziata" tra due imprese associate provoca un duplice danno, andando a ledere sia le entrate fiscali statali che l'azione delle imprese indipendenti presenti sul mercato. E tale "verifica" viene espletata, seguendo la lettera del sopracitato articolo, valutando le due imprese associate come se queste non lo fossero, indi per cui spostando il focus non su di loro, bensì sulla "*natura della transazione*" al fine di verificare se questa rispecchia quella che sarebbe espletata tra due imprese non associate: ed è proprio in virtù di

---

<sup>91</sup>Capitolo I, paragrafo 1.6, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

tal *modus operandi* che viene delineandosi quella che al Capitolo III delle Linee Guida è definita "*Analisi di comparabilità*", il cui scopo è appunto quello di comparare la natura della transazione *intercompany* con quelle avvenute nel libero mercato, al fine di verificare il rispetto del principio di libera concorrenza.

L'articolo 9 introduce perciò due criteri di assoluta rilevanza, che formano i pilastri su cui si basa l'intera architettura dell'analisi di comparabilità e quindi della determinazione dei prezzi di trasferimento, riassumibili nella necessità di:

1. Predisporre un confronto tra le condizioni vigenti nella transazione tra imprese associate e quelle se del caso convenute tra imprese non associate. Tale confronto, si noti bene, deve riguardare anche il prezzo della transazione, ma allo stesso tempo non deve fermarsi esclusivamente a questo (come in seguito sarà mostrato);
2. Determinare gli utili che una transazione tra parti indipendenti avrebbe prodotto, così da poter quantificare l'ammontare che può essere oggetto di rettifica<sup>92</sup>.

E' d'uopo inoltre aggiungere che, per quanto solitamente tali passaggi siano ampiamente percorribili, in taluni casi si possono riscontrare ingenti difficoltà, finanche l'impossibilità, nel reperire le informazioni necessarie per l'analisi ovvero nell'identificare transazioni comparabili; ciò non deve costituire in via preliminare una ragione per sancire il mancato rispetto del principio *arm's length*. A tal riguardo, le *Guidelines* chiarificano che anche qualora sopravvengano difficoltà come quelle or ora citate, è fondamentale che sia il contribuente che l'Amministrazione finanziaria non si discostino dall'obiettivo che sta alla base dell'intero processo, cioè l'ottenimento di "*un'approssimazione ragionevole rispetto a un risultato rispondente al principio di libera concorrenza in base ad informazioni affidabili*"; e ancora, l'OCSE aggiunge una chiusura di ineguagliabile importanza, che funge da fundamenta a tutti i successivi capitoli, arrivando a statuire quanto di seguito:

*"Transfer Pricing is not an exact science but does require the exercise of judgment on the part of both the tax administration and taxpayer."*<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> Capitolo I, paragrafo 1.7, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

<sup>93</sup> Capitolo I, paragrafo 1.13, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

## 2.2.2. I metodi per la determinazione dei prezzi di trasferimento

Il secondo capitolo delle Linee Guida si concentra sulla selezione del metodo più appropriato per la determinazione del prezzo di trasferimento, distinguendo tra “metodi tradizionali basati sulla transazione” e “metodi basati sull’utile delle transazioni”.

Tra i primi, si annoverano il metodo del confronto del prezzo (di seguito anche metodo CUP, *Comparable Uncontrolled Price Method*, *CUP method* o semplicemente CUP), il metodo del prezzo di rivendita (di seguito anche *Resale Price Method*) ed il metodo del costo maggiorato (di seguito anche *Cost Plus Method*), mentre nella seconda categoria di metodi sono presenti il metodo del margine netto della transazione (di seguito anche *Transactional Net Margin Method* o TNMM) ed il metodo della ripartizione dell’utile (nel proseguo anche *Transactional Profit Split Method* PSM)<sup>94</sup>. In primo luogo preme sottolineare come le l’OCSE individui una preferenza riguardo ai metodi tradizionali rispetto a quelli basati sull’utile delle transazioni, statuendo come a parità di applicabilità sia consigliabile procedere con i primi, all’interno del qual gruppo viene poi eletto il metodo del confronto del prezzo come preferibile; tuttavia, vi sono dei casi esplicitamente menzionati dalle *Guidelines* (l’elencazione non è esaustiva) nei quali i metodi alternativi sono ritenuti più *suitable*, ovvero:

- Quando le parti apportano contributi unici o svolgono attività altamente integrate; o
- Non è possibile ottenere dati affidabili in relazione alle voci economiche necessarie per l’applicazione dei metodi tradizionali, rendendosi perciò necessaria un’analisi delle poste nette in luogo di quelle lorde.

Fermo quanto sopra, il paragrafo 2.2 delle *Guidelines* sottolinea come la scelta del metodo debba essere orientata in relazione al caso in esame - non esistendo un metodo aprioristicamente migliore rispetto agli altri - dopo aver tenuto conto dei punti di forza e di debolezza che cada uno di essi presenta alla luce delle caratteristiche della transazione oggetto di studio.

---

<sup>94</sup> Capitolo II, paragrafo 2.1, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

L'obiettivo finale è difatti quello di trovare il metodo più adatto ad ogni singola operazione, tanto che viene concessa anche la facoltà di utilizzare metodi non trattati all'interno delle Linee Guida, a patto che questi ultimi soddisfino il principio *arm's length* e che ne venga data esaustiva esplicazione e dettaglio, delineando anche le ragioni che hanno orientato il contribuente verso tale direzione<sup>95</sup>.

#### **2.2.2.1. Il metodo del confronto del prezzo**

Il primo metodo disciplinato dalle *Guidelines* è il cd. *Comparable Uncontrolled Price Method*, avente ad oggetto il confronto tra il prezzo praticato in una transazione tra imprese associate con quello oggetto di un'operazione analoga intercorsa tra parti indipendenti in circostanze economiche comparabili. Qualora il prezzo delle due transazioni in esame differisca, è evidente che quello praticato nella relazione infragruppo sia irrispettoso del principio di libera concorrenza, rendendo così necessaria la sua sostituzione in favore del prezzo *arm's length* desumibile dalla transazione tra imprese non associate.

Il paragrafo 2.15 delle Linee Guida OCSE stabilisce come almeno uno dei due criteri di seguito esposti debba essere in vigore affinché una transazione tra imprese associate possa godere del requisito di comparabilità nei confronti di una transazione avvenuta tra parti indipendenti:

1. Nessuna delle differenze – qualora ve ne siano – riscontrabili nelle transazioni ovvero nelle entità che le espletano è in grado di influenzare significativamente il prezzo di libero mercato; o
2. Tali differenze possono essere annullate mediante opportuni aggiustamenti.

Il confronto del prezzo può essere effettuato con una prospettiva interna, qualora i beni siano trasferiti sia a società consociate che a terzi indipendenti, oppure a livello esterno, qualora siano disponibili informazioni pubbliche relative ai prezzi pagati e richiesti da terzi indipendenti, difatti a mente del paragrafo 2.19 il prezzo *arm's length* può essere determinato grazie a tale metodo in virtù del confronto non solo di transazioni comparabili condotte tra parti indipendenti, ma anche mediante

---

<sup>95</sup> Capitolo II, paragrafo 2.9, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

accordi comparabili che parti non associate hanno intrapreso sulla base dei prezzi di borsa (ovvero di listini pubblici).

Nonostante il metodo in esame sia quello preferibile in virtù di quanto disposto dal Capitolo II, paragrafo 2.15 delle Linee Guida, il quale evidenzia che qualora sia "*possibile individuare transazioni comparabili sul libero mercato, il metodo CUP è il più diretto ed affidabile al fine di applicare il principio di libera concorrenza. Di conseguenza, in questi casi detto metodo è preferibile a qualsiasi altro metodo*" è necessario precisare in questa sede come esso sia solitamente applicato alle transazioni aventi ad oggetto "*il trasferimento tra imprese associate di beni fungibili offerti sul mercato senza differenze qualitative*"<sup>96</sup>, ovvero le cd. *commodity*, per le quali il prezzo di borsa fornisce un indicatore efficiente, in linea generale, a delineare la natura *arm's length* della transazione. Inoltre, all'atto pratico, il metodo del confronto del prezzo fronteggia due distorsioni che sovente ne limitano l'applicabilità:

- La mancanza di transazioni comparabili interne, vale a dire transazioni simili alla transazione infragruppo, in termini di prodotti/materie prime e condizioni economiche, dato che spesso la società di cui si intende verificare il prezzo di una data transazione non intrattiene operazioni simili con parti terze (tale problema è invero riscontrabile anche nell'applicazione dei metodi di cui in seguito); oppure
- Anche qualora vi siano, in prospettiva esterna, società indipendenti sul mercato che vendono prodotti simili a quelli oggetto della transazione, queste ultime non soddisfano tutti i criteri di comparabilità evidenziati in precedenza, soprattutto per quanto riguarda le caratteristiche dei beni (in quanto i prodotti saranno differenti in termini di tecnologia, design, materiali, eccetera) e le strategie d'impresa. In aggiunta, anche qualora fosse possibile identificare prodotti sufficientemente comparabili, le informazioni riguardo alle politiche di prezzo potrebbero non essere di pubblico dominio, rendendo *de facto* inapplicabile il metodo del confronto del prezzo esterno.

---

<sup>96</sup> Capitolo II, paragrafo 2.18, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

### 2.2.2.2. Il metodo del prezzo di rivendita

Il secondo metodo tradizionale passato in rassegna dalle *Guidelines* è il cd. *Resale Price Method*, applicato perlopiù nella operazioni di commercializzazione di prodotti. In tal caso il prezzo di libera concorrenza è ottenuto partendo dal "*prezzo a cui un prodotto che è stato acquistato da un'impresa associata è rivenduto ad un'impresa indipendente*"<sup>97</sup>, al quale poi si sottrae un adeguato margine lordo pari ai costi che il rivenditore ha sostenuto per la gestione del prodotto e la vendita finale (e, se del caso, vengono presi in considerazione ulteriori costi accessori alla vendita quali ad esempio i diritti doganali).

Anche il metodo del prezzo di rivendita soggiace alla *conditio sine qua non* in tema di comparabilità, precedentemente evidenziata durante la trattazione del metodo del confronto del prezzo, secondo la quale la transazione indipendente e quella associata potranno essere messe a confronto unicamente nel caso in cui:

- Le differenze, qualora ve ne siano, nelle transazioni ovvero nelle entità che le espletano non vanno ad afferire il valore del prezzo di libera concorrenza; oppure
- Tali differenze possono essere elise mediante opportuni aggiustamenti.

Giova segnalare come, data la sua natura, tale metodo si caratterizzi per due aspetti di indubbia rilevanza:

1. Le differenze di prodotto richiedono un grado di comparabilità minore rispetto a quello necessario per una corretta applicazione del *CUP method*, con conseguente ridotta necessita di aggiustamenti (fermo restando che ad una maggiore comparabilità risponde sempre una maggiore efficacia nella determinazione del prezzo *arm's length*). Invero, in tale metodo assumono rilievo più le funzioni svolte e gli *asset* utilizzati che non le mere caratteristiche del prodotto oggetto di trasferimento;
2. La sua applicazione è consigliabile perlopiù in quelle transazioni nelle quali il *reseller*, una volta acquistate le merci, procede alla vendita

---

<sup>97</sup> Capitolo II, paragrafo 2.27 *OECD Guidelines*, luglio 2017.

immediata delle stesse senza ulteriori lavorazioni. Tuttavia, molto spesso intercorrono (maggiori o minori) operazioni che il rivenditore effettua prima di procedere alla vendita del prodotto; queste ultime dovranno essere prese in considerazione e coerentemente valutate in sede di individuazione delle transazioni comparabili. In più, tanto maggiori sono le attività *value added* effettuate dal *reseller* tanto maggiore sarà il *Resale Price Margin*.

Anche il *Resale Price Method* può giungere alla determinazione del prezzo *arm's length* che il rivenditore deve praticare attraverso una prospettiva interna ovvero esterna ed in entrambi i casi l'attenzione, più che al prezzo totale, è rivolta al margine da scontare – *Resale Price Margin* – che in ottica interna viene determinato con riferimento al margine che il medesimo rivenditore applica nella vendita ad una terza parte indipendente, e che in prospettiva esterna è invece desumibile come quel margine praticato in una relazione dove le due controparti risultano tra loro indipendenti.

Tale metodo presenta poi molteplici casi particolari, richiedenti adeguata considerazione, il primo dei quali è trattato al paragrafo 2.39 del secondo capitolo delle Linee Guida OCSE, in cui viene sottolineato come talvolta tra l'acquisto originario e la vendita finale operata dal *reseller*, possa esservi l'interposizione di vari soggetti intermedi ai quali non si è in grado di attribuire correttamente il profitto da essi generato in relazione dei rischi e delle funzioni di cui si fanno capo. In tal caso, le *Guidelines* raccomandano l'attribuzione di tale extra-profitto (e delle corrispettive funzioni e rischi) ad un'altra entità associata facente parte del Gruppo, tentando così di aumentare la comparabilità nei confronti di una terza parte indipendente<sup>98</sup>.

---

<sup>98</sup> Si riporta la stesura completa del paragrafo in esame, a fini di chiarezza generale:

*“Nel caso in cui la distribuzione delle merci avvenga attraverso una società intermediaria, può essere importante per l'amministrazione fiscale considerare non solo il prezzo di rivendita delle merci acquistate dalla società intermediaria ma anche il prezzo che questa ha pagato al proprio fornitore e le funzioni da essa svolte. In pratica, ci potrebbero essere difficoltà pratiche nell'ottenere tali informazioni e nel valutare le funzioni effettivamente svolte dalla società intermediaria. Se non può dimostrarsi che la società intermediaria sopporti rischi economicamente significativi o svolga una funzione economica nel processo che ha aumentato il valore dei prodotti, allora qualsiasi componente del prezzo attribuito alle attività della società intermediaria dovrà essere ragionevolmente attribuito ad un'altra consociata del gruppo*

Ulteriori specifiche di tale metodo sono individuate nei due paragrafi successivi – 2.40 e 2.41 – dove le Linee Guida sottolineano come sia necessario prendere in considerazione le differenze che possono sorgere tra la transazione associata e quella indipendente rispettivamente riguardo:

- Al diritto esclusivo di vendita di cui può godere il *reseller*, che richiede una valutazione (soprattutto per le conseguenze che può comportare);
- Alle differenze (di trattamento) contabili che possono sorgere tra le due operazioni, preso coscienza di come una diversa contabilizzazione delle poste di bilancio vada ad incidere sul *Resale Price Margin* con risvolto diretto sul margine lordo finale<sup>99</sup>.

### **2.2.2.3. Il metodo del costo maggiorato**

Il terzo ed ultimo metodo tradizionale contemplato dalle Linee Guida OCSE è il cd. *cost plus method*, il cui miglior utilizzo si rinviene in quelle transazioni nelle quali le due imprese associate si scambiano prodotti semilavorati, solitamente mediante un contratto avente un orizzonte di medio-lungo termine con ottica continuativa, ovvero per quelle operazioni aventi ad oggetto la prestazione di servizi. Questo perché tale metodo, partendo dal prezzo che l'impresa fornitrice del bene/servizio ha praticato alla sua controparte associata, aggiunge un margine che prende il nome di *mark-up*, atto a riflettere la compensazione che spetta alla prima in virtù delle funzioni svolte, degli *asset* impiegati e dei rischi assunti, arrivando così a determinare tramite tale addizione il prezzo *arm's length* della transazione espletata tra le due imprese associate.

Qualora venga selezionato il *cost plus method* per la determinazione del prezzo di libera concorrenza è preferibile utilizzare la prospettiva interna, mediante messa a confronto del *mark-up* praticato nella transazione infragruppo con quello ottenuto dalla società fornitrice quando la sua controparte è un'impresa indipendente.

---

*multinazionale, poiché imprese indipendenti non avrebbero normalmente permesso ad una simile società di partecipare agli utili della transazione.*"

<sup>99</sup> A tale riguardo le *Guidelines* portano l'esempio relativo alla contabilizzazione delle spese di Ricerca&Sviluppo, che possono essere considerate sia come spese operative che come costo del venduto (COGS); nel primo caso, queste non andranno sottratte al prezzo di vendita, garantendo così un margine maggiore, mentre nella seconda opzione, dovendo essere esse sottratte, il margine ottenuto sarà più esiguo. Per tale ragione, è perciò imprescindibile procedere ad aggiustamenti atti ad equiparare il trattamento contabile delle varie poste di bilancio.

Tuttavia, ciò non esclude la possibilità di utilizzare, con fini corroborativi, il metodo del costo maggiorato con prospettiva esterna, andando perciò a confrontare il *mark-up* della transazione *intercompany* con quello ottenuto da imprese indipendenti in circostanze comparabili.

Anche tale metodo affinché possa risultare applicabile deve garantire che le differenze intercorrenti tra la transazione indipendente e quella infragruppo non affettino il risultato dell'analisi, ovvero che possano sussistere dei meccanismi di aggiustamento atti ad eliminare le sopracitate; inoltre, sono richiesti aggiustamenti anche qualora vi siano disallineamenti relativi alla "base di costo", così come definita dall'Organismo: il caso è quello in cui la società fornitrice utilizzi per svolgere la sua attività beni in leasing, mentre l'impresa indipendente vanti la proprietà di detti *asset*, rendendo così necessario un aggiustamento atto a tenere in conto questa discrepanza<sup>100</sup>.

In più, trattandosi di un metodo il cui fulcro è rappresentato dai costi sostenuti dalle entità, è di primaria importanza operare la corretta distinzione tra spese operative, non operative e finanziarie nonché la loro corretta attribuzione in virtù delle funzioni svolte e dei rischi assunti dalle varie parti in gioco; al riguardo vi sono tre casi, esplicitamente menzionati dall'OCSE, meritevoli di trattazione:

1. Qualora i costi siano connessi ad una differenza di funzioni espletate che non è stata presa in considerazione nell'applicazione di tale metodo, si richiede un aggiustamento da effettuare direttamente al *mark-up* scaturito dallo stesso;
2. Qualora le differenze di costo siano imputabili ad operazioni, attività o funzioni accessorie che non sono state testate con il *cost plus method*, è necessario che queste vengano adeguatamente testate in un secondo momento nonché remunerate in virtù dei rischi che hanno comportato e degli *asset* utilizzati per portarle a compimento;
3. Qualora le differenze scaturiscano invece da una differenza di attribuzione di tutti questi costi comunemente riconosciuti come

---

<sup>100</sup> Capitolo II, paragrafo 2.50, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

“centrali” (amministrazione, contabilità, etc.) non si richiede alcun aggiustamento.

Invero, in tutti e tre i summenzionati casi, è consigliato procedere alla corroborazione del risultato scaturito dall'applicazione del metodo oggetto di attenzione, mediante utilizzo di uno degli altri quattro espliciti nelle Linee Guida<sup>101</sup>. Infine, preme segnalare come tale metodo si basi sul *mark-up* lordo della transazione, prendendo perciò in considerazione unicamente i costi diretti ed indiretti di produzione, tralasciando perciò quelli operativi i quali, se inclusi nel calcolo, consentono il raggiungimento del margine netto.

Invero, tutti i metodi che si basano sui valori lordi, presentano numerose difficoltà applicative legate alla scissione degli stessi dall'agglomerato totale dei costi, con conseguenti incertezze nella determinazione del prezzo *arm's length*, ragion per cui le *Guidelines* forniscono anche due metodi alternativi, basati sull'utile delle transazioni, di seguito enunciati.

#### **2.2.2.4. Il metodo del margine netto della transazione**

Nella terza parte del Capitolo II l'Organismo per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico passa in rassegna i metodi alternativi, ossia quelli aventi come sottostante l'utile netto delle transazioni. Anch'essi, come quelli tradizionali, debbono essere rispettosi di quanto riportato nell'articolo 9 del Modello OCSE, riportato agli inizi del presente capitolo.

Nel metodo oggetto della sezione l'utile netto viene misurato su di una adeguata base, sia essa formata dai costi sostenuti, dalle vendite effettuate piuttosto che dagli *asset* impiegati, ed il confronto avviene tra l'indicatore di utile netto (di seguito anche *Net Profit Indicator*) del *taxpayer* scaturito dalla transazione infragruppo con il medesimo *Net Profit Indicator* che questi avrebbe ottenuto in una transazione indipendente, ovvero nell'impossibilità di effettuare tale *comparison* (avente prospettiva interna), il confronto avverrà con l'indicatore ottenuto tra parti

---

<sup>101</sup> Il paragrafo 2.51 delle *Guidelines* in tal senso rimanda esplicitamente al paragrafo 2.12, sede nella quale l'Organismo ha disciplinato l'applicazione di più di un metodo; tale paragrafo sarà passato in rassegna in un successivo momento, indi per cui in tal sede non ci si sofferma ulteriormente nella sua trattazione.

indipendenti in transazioni svolte in circostanze economiche comparabili (utilizzando in tal caso un'ottica esterna).

Con riguardo ai metodi basati sull'utile delle transazioni, un ritaglio di primaria rilevanza è offerto dal paragrafo 2.65 delle Linee Guida, dove è sottolineato come il *transactional net margin* rischi di risultare inefficiente qualora venga applicato a transazioni nelle quali le due controparti apportano contributi unici e *value added*, rendendosi in tal caso preferibile l'applicazione del *profit split method* (di cui in seguito si avrà la trattazione). Tuttavia, qualora all'interno della transazione sia solamente una la parte che apporta contributi unici, con l'altra che si limita ad effettuare attività operative e non a valore aggiunto, allora è possibile utilizzare i metodi *one-sided* (ovvero i tre metodi tradizionali ed il TNMM): in tal caso, è necessario che ad essere testata sia la parte meno complessa (*i.e.* quella che effettua le operazioni più routinarie e non a valore aggiunto). Al riguardo occorre effettuare un inciso, mediante rinvio al capitolo III delle Linee Guida: invero, il paragrafo 3.18 sottolinea come sia necessario scegliere la *tested party* non solo per il metodo in esame, bensì anche qualora si opti per il *Resale Price Method* o per il *cost plus method*. All'atto pratico, ciò significa scegliere quale sarà la controparte di cui si analizzerà l'indicatore finanziario, ovvero il *mark-up* nel caso del metodo del prezzo, piuttosto che il *Resale Price Margin* qualora sia il metodo del prezzo di rivendita quello selezionato come migliore per una data transazione.

Il metodo del margine netto della transazione presenta alcuni significativi vantaggi rispetto a quelli operanti su poste lorde, di seguito esposti:

- ✓ E' meno sensibile alle differenze presenti nella transazione, a differenza del metodo CUP, dove il prezzo risente significativamente delle sopracitate;
- ✓ Risente in misura ridotta delle differenze funzionali presenti nelle transazioni, a differenza di quanto avviene per i metodi basati sui margini lordi; infatti le summenzionate differenze vanno ad intaccare le voci lorde, ma lasciano pressoché inalterate quelle nette, non pregiudicando così, almeno in linea di principio, l'utilizzo del metodo in esame.
- ✓ Aggira la mancanza di informazioni pubbliche relative ad i margini lordi, ovvero evita le possibili distorsioni legate alla classificazione delle spese

operative aventi un diretto riflesso sulle voci di utile lordo, andando a prendere in considerazione unicamente l'utile netto della transazione<sup>102</sup>;

Invero, accanto a questi vi sono anche taluni punti di debolezza intrinseci al *Transactional Net Margin Method*, riassumibili come segue:

- L'indicatore netto su cui esso si basa può risentire in maniera significativa di alcuni fattori, finanche esogeni all'impresa (nuovi concorrenti, nuovi prodotti sul mercato etc.), che vanno ad alterare il risultato finale desiderato (individuazione del prezzo *arm's length*) a differenza di quanto accadrebbe con le voci lorde, molto meno sensibili ai fattori di cui sopra;
- Pur essendovi informazioni sui margini netti delle transazioni, è possibile riscontrare delle difficoltà in merito alla completezza ed affidabilità delle stesse.

Infine, cruciale nell'applicazione del metodo del margine netto è la determinazione del profitto netto della transazione, ottenuto come mostrato di seguito:

- ❖ Includendo unicamente le poste aventi natura operativa che direttamente od indirettamente sono connesse alla transazione da testare;
- ❖ Escludendo le poste non operative, quali ad esempio gli interessi attivi e/o passivi;
- ❖ Escludendo, seppur con talune riserve da valutare caso per caso, quelle voci aventi natura straordinaria e non ricorrente;
- ❖ Operando i necessari *working capital adjustment*, qualora vi siano ad esempio delle differenze temporali legate alla dilazione di pagamento verso i fornitori e quella relativa ai creditori.

#### **2.2.2.5. Il metodo di ripartizione dell'utile**

L'ultimo metodo trattato dalle Linee Guida per la determinazione dei prezzi di trasferimento prende il nome di *Transactional Profit Split Method*, essendo basato sulla ripartizione del profitto residuante dalla transazione alle controparti della stessa. Questo si articola in due (tre come sarà mostrato in seguito) passaggi

---

<sup>102</sup> Tali punti di forza del metodo, sono riportati al Capitolo II, Paragrafo 2.68 delle *OECD Guidelines* del luglio 2017.

cardine: *in primis* vengono calcolati quelli che l'OCSE definisce "*combined profits*", ossia i profitti totali della transazione, ed *in secundis* la ripartizione di questi tra le varie entità che hanno preso parte alla stessa in virtù di un'apposita chiave di riallocazione. Al fine di determinare una distribuzione dei profitti combinati che sia rispettosa del principio *arm's length* è necessario che questa venga effettuata come se la transazione (e quindi i suoi profitti) fosse stata portata a termine da parti indipendenti. Queste, in linea generale, acconsentirebbero ad una remunerazione in base alle funzioni svolte ed ai rischi assunti, ovvero in virtù del contributo che ognuna ha apportato alla transazione ed al suo risultato finale<sup>103</sup>, indi per cui anche le imprese associate devono soggiacere a tale *modus operandi*.

Il metodo in esame, a differenza dei precedenti, è un *two-sided method*, dato che non esamina unicamente una *tested party*, ma passa in valutazione tutte le entità che prendono parte all'operazione, al fine di delinearne il contributo alla stessa e quindi la quota di profitto (perdita) ad esse spettanti. Passando al lato pratico, tale metodo viene implementato nelle operazioni con un elevato grado di integrazione, così come in quelle in cui tutte le parti in causa apportano contributi unici e a valore aggiunto. Proprio quest'ultimo aspetto rappresenta un grande vantaggio nell'applicazione del *Transactional Profit Split Method*, poiché esso è in grado di tenere in conto tutti quei fattori specifici e *value added* che, anche qualora non siano rinvenibili in transazioni tra parti indipendenti, non comportano la caducazione del principio di libera concorrenza, dato che due imprese tra loro non associate opterebbero comunque per una ripartizione sulla base di tali fattori, in linea con quanto precedentemente espresso<sup>104</sup>. Da quanto appena esposto, emerge inoltre un ulteriore *plus* di tale metodo, essendo questo influenzato in misura solamente secondaria dalle informazioni che riguardano terze parti indipendenti, a differenza di quanto accade nei quattro metodi precedentemente esposti nella sezione in esame.

Tuttavia, a discapito dei suoi numerosi vantaggi, il metodo di ripartizione dell'utile presenta elevate difficoltà applicative, vuoi per la ridotta accessibilità alle

---

<sup>103</sup> E' infatti necessario notare come tale metodo si applichi sì, ai profitti, ma gode di eguale applicabilità anche qualora ad emergere dalla transazione sia una perdita.

<sup>104</sup> Capitolo III, paragrafo 2.118 *OECD Guidelines*, luglio 2017.

informazioni delle varie società interne al gruppo, oppure a causa della tortuosa convergenza contabile delle varie imprese dislocate in vari ordinamenti che prendono parte all'operazione nonché per la difficoltà di delineare efficacemente le spese operative che vanno ad incidere nel profitto combinato.

Proprio in virtù di tali "complicazioni", l'OCSE stesso all'interno dell'apposita sezione denominata "*Guidance for application*", dapprima evidenzia come non sia possibile definire un'applicazione univoca ed esaustiva di tale metodo e dappoi statuisce come questa "*dipenderà dalle circostanze del caso e dalle informazioni disponibili*" fermo restando che "*il principale obiettivo dovrà essere quello di avvicinarsi il più possibile alla ripartizione degli utili che sarebbe stata realizzata se le parti fossero state imprese indipendenti*"<sup>105</sup>.

La ripartizione del profitto combinato può avvenire percorrendo due strade differenti, che prendono il nome di *contribution analysis* e *residual analysis*. Il primo caso ricalca quanto scritto in precedenza, ovvero una volta individuato il profitto (perdita) questo viene ripartito tra le controparti secondo le modalità che imprese tra loro indipendenti avrebbero adottato (ossia tenendo conto del contributo di ogni parte al risultato ottenuto, in virtù delle funzioni svolte e dei rischi assunti).

Viceversa, il *residual profit split method* si articola in due passaggi (per un totale di tre, considerando anche l'ottenimento ed il calcolo del *combined profit*): nel primo di questi una parte del profitto totale viene ripartito tra le varie entità in virtù dei contributi *routinari* e non a valore aggiunto che queste hanno apportato, sempre rispettando il principio del prezzo di libera concorrenza mediante l'applicazione di uno dei metodi tradizionali ovvero del *Transactional Net Margin Method*; la parte residuante è invece da attribuire in virtù del valore aggiunto che ciascuna società ha contribuito a produrre, ragion per cui la sua distribuzione avverrà in virtù di una precisa chiave allocativa che viene *ex-ante* individuata.

Per quanto, come già si è avuto modo di discutere in precedenza, non vi sia una sola implementazione valida per tale metodo, giova sottolineare come quattro siano i pilastri su cui quest'ultimo si basa, esposti di seguito:

---

<sup>105</sup> Capitolo II, paragrafo 2.121, *Guidance for application (in general)*, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

- I profitti presi in considerazione sono unicamente quelli prodotti dalle entità all'interno della transazione;
- Si considerano, in linea generale, unicamente gli utili operativi;
- E' infine richiesto che, antecedentemente all'applicazione del metodo, si proceda ad una convergenza dei principi contabili delle varie entità coinvolte, rischiando altrimenti una distorsione del metodo inteso nella sua totalità.
- La chiave di allocazione scelta, qualsivoglia che sia, deve essere applicabile a tutte le entità che prendono parte alla transazione infragruppo.

Una volta individuato il profitto complessivo, si passa alla fase di redistribuzione che richiede perciò la selezione di un'adeguata *allocation key(s)* in relazione ai fatti ed alle circostanze della transazione. In linea generale, tre sono le metodologie perseguibili in tal senso:

- I. Ripartire i profitti sulla base dello split che è stato effettuato in una transazione comparabile con terze parti indipendenti; oppure
- II. Utilizzare una chiave di allocazione basata sugli *asset* della transazione; preferibile quando vi è una forte interrelazione tra l'utile complessivo ed i beni materiali od immateriali utilizzati per giungere al primo; infine,
- III. Utilizzare una chiave di riallocazione basata sui costi della transazione; un caso tipico in tal senso può essere rappresentato dalla retribuzione monetaria legata a certe figure aziendali, le quali consentono all'azienda di raggiungere determinati obiettivi. Spesso infatti nelle grandi MNE si assiste al cd. *secondment*, ovvero il fenomeno per cui certi soggetti apicali, dotati di determinate conoscenze, non operano unicamente presso una società bensì prestano il loro operato anche alle varie *branch* del Gruppo, risultando poi decisivo attribuire il profitto da essi creato alle varie entità di competenza.

A conclusione della sezione relativa ai metodi per la determinazione dei prezzi di trasferimento, giova evidenziare come in sede di analisi pratica (all'interno della *TP Documentation*), non sia necessario procedere ad un dettaglio elevato di tutti i metodi ora esposti, risultando sufficiente esplicitare perché taluni metodi non sono stati presi in considerazione per una certa transazione, fornendo invece un'analisi

completa ed esauriente del metodo prescelto per la valutazione del margine/utile dell'operazione<sup>106</sup>. Infine, non è richiesta l'applicazione di più metodi, potendosi anzi affermare che nella grande maggioranza dei casi una transazione viene testata facendo ricorso solamente ad uno dei cinque metodi esposti sopra; tuttavia, quando il *taxpayer* si trova dinanzi a "*casi di difficile trattazione, dove nessun approccio è decisivo, un approccio flessibile consentirebbe di utilizzare congiuntamente i risultati derivanti da più metodi. In questi casi, è necessario fare un tentativo per cercare di ottenere un risultato conforme al principio di libera concorrenza che sia soddisfacente, da un punto di vista pratico, per tutte le parti interessate, tenendo conto dei fatti e delle circostanze del caso di specie, dell'insieme dei risultati disponibili e della relativa affidabilità dei differenti metodi considerati*"<sup>107</sup>.

### **2.2.3. L'analisi di comparabilità**

L'analisi di comparabilità forma parte dell'intero processo atto a definire il prezzo di trasferimento di una transazione nel rispetto del principio *arm's length* sancito dall'articolo 9 dell'*OECD Model Tax Convention*.

L'analisi non presenta un contenuto eccessivamente rigido, essendo concessa la facoltà di sviare da quanto proposto dall'OCSE a patto di raggiungere un risultato che non vada a frustare la *ratio* del principio di libera concorrenza, così come indicato dalla sezione *A.1 Typical Process* delle Linee Guida, la quale in più fornisce quelli che nella prassi operativa sono i passaggi dell'analisi di comparabilità:

1. Identificazione dell'arco temporale a cui si rivolge la transazione;
2. Analisi generale del *taxpayer*: ossia uno studio relativo alla sua storia, all'industria in cui esso opera nonché degli altri fattori che possono influenzare il suo operato, pur senza trattare nel dettaglio gli aspetti specifici della transazione;
3. Inquadramento e delineazione della transazione controllata, ripercorrendo quanto già è stato menzionato in precedenza: funzioni svolta, rischi assunti,

---

<sup>106</sup> Tale *best practice* è riportata al Capitolo II, Paragrafo 2.8 delle *Guidelines* di luglio 2017.

<sup>107</sup> Capitolo II, paragrafo 2.12, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

strategia aziendali, scelta della *tested party* (ove necessario), prima definizione del metodo e del *net profit indicator*<sup>108</sup> etc.;

4. Ricerca di comparabili interni;
5. Ricerca di comparabili esterni e di fonti d'informazione affidabili (listini e prezzi di borsa ad esempio) ove necessario;
6. Scelta del metodo per la determinazione dei prezzi di trasferimento<sup>109</sup>;
7. Identificazione del set di società comparabili;
8. Implementazione degli aggiustamenti (ove richiesti);
9. Interpretazione dei dati scaturenti dall'analisi ed individuazione della remunerazione conforme al principio *arm's length*.

La comparazione richiede perciò di esaminare due termini: *"the controlled transaction under review and the uncontrolled transactions that are regarded as potential comparable"*<sup>110</sup>. Ciò implica:

- Identificare le relazioni commerciali e finanziarie, nonché le circostanze economiche che intercorrono tra le imprese associate, al fine di comprendere al meglio la transazione che queste hanno messo in atto.
- Mettere a confronto tali relazioni e circostanze con quelle che si hanno in una transazione con parti tra loro indipendenti.

Questo richiede, *in primis*, un'attenta disamina ed identificazione del settore in cui il gruppo opera, oltreché dei *key factor* che maggiormente creano valore nello stesso: tali informazioni, come statuito nel paragrafo 1.34 delle Linee Guida, debbono essere riportate in maniera chiara ed esaustiva all'interno del Masterfile. *In secundis*, l'analisi mira a delineare come agisce ogni impresa facente parte del gruppo oggetto di analisi, procedendo poi ad identificare per ognuna di esse le sovra

---

<sup>108</sup> Per quanto le *Guidelines* già in questa fase discorrono di "scelta del metodo", giova far notare come nella realtà operativa tale decisione giunge solo al fine del processo, pur potendosi profilare già dopo l'analisi della transazione infragruppo un primo spettro di metodi applicabili ed un netto rigetto di altri. Si pensi al caso in cui ambo le parti apportano contributi unici: già in tale fase, l'idea sarà quello di applicare un *transaction profit split method*.

<sup>109</sup> Anche giunti a questo punto, appare prematuro affermare che la scelta del metodo avvenga ancora prima di aver individuato il set di società comparabili, di aver apportato gli aggiustamenti se del caso richiesti nonché antecedentemente ad un'attenta analisi dei risultati scaturiti dall'analisi.

<sup>110</sup> Capitolo III, paragrafo 3.1, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

menzionate relazioni commerciali e finanziarie che intrattiene, ponendo in luce le circostanze economiche di maggiore rilevanza che caratterizzano queste ultime.

L'OCSE sintetizza tali caratteristiche aventi rilevanza economica che debbono essere identificate, mediante l'elencazione di cui sotto:

- *Le condizioni contrattuali della transazione.*
- *Le funzioni svolte da ciascuna delle parti della transazione, prendendo in considerazione i beni impiegati e i rischi assunti, inclusi il modo in cui queste funzioni si collegano alla più ampia generazione del valore all'interno del gruppo multinazionale cui le parti appartengono, le circostanze che caratterizzano la transazione e le consuetudini del settore;*
- *Le caratteristiche dei beni trasferiti o dei servizi prestati;*
- *Le condizioni economiche delle parti e del mercato in cui esse operano;*
- *Le strategie aziendali.*

Tali informazioni<sup>111</sup>, una volta ottenute, saranno oggetto di inclusione nella Documentazione Nazionale.

Va peraltro precisato come non vi siano circostanze economiche che in linea di principio risultino più rilevanti rispetto ad altre, ma che tale classificazione debba seguire quella che sarebbe adottata da imprese non associate nell'espletamento di relazioni simili in circostanze comparabili, così come disciplinato dal sotto paragrafo 1.38.

Riguardo alle clausole contrattuali di cui sopra, è importante notare come non sia sufficiente analizzare quanto le due parti abbiano messo sotto contratto relativamente ad una data relazioni commerciale: *in primis* poiché sovente la sostanza di una transazione si discosta da quella che è la sua forma<sup>112</sup>, ed *in secundis* poiché può accadere che un contratto manchi di disciplinare aspetti di estrema rilevanza per quanto riguarda l'analisi dei prezzi di trasferimento e la loro congruenza al principio *arm's length*. Tale secondo aspetto in particolare necessita di correzione, poiché in una transazione tra due parti non associate difficilmente

---

<sup>111</sup> Capitolo I, paragrafo 1.36, *OECD Guidelines* luglio 2017.

<sup>112</sup> Ecco perché le Linee Guida statuiscono che, qualora le caratteristiche economiche di una data transazione si discostino da quanto espresso nel contratto che le ha per oggetto, allora, ai fini di una corretta determinazione dei *transfer prices* sarà necessario "delineare l'effettiva transazione secondo quanto riflesso nel comportamento delle parti."

vengono a mancare clausole contrattuali di primaria rilevanza in relazione alla transazione. Il paragrafo 1.46 sottolinea difatti come, grazie alla divergenza di interessi presente tra due parti non correlate, che invero può non esservi tra due imprese associate, si ha la garanzia che:

- a) Le condizioni contrattuali siano scrupolosamente fissate in modo da delineare ogni aspetto della relazione, a beneficio di ambo i contraenti;
- b) Che, proprio in ragione del punto a), gli attori si atterranno il più possibile a quanto risultante dal contratto;
- c) Che una deviazione dallo stesso si verificherà, senza conseguenza legali, solo nel caso in cui venga preso di comune accordo e sia, in linea generale, a favore di entrambi i contraenti.

L'analisi funzionale, che rappresenta uno dei punti di maggiore rilevanza all'interno della più volta menzionata *TP Documentation*, è invece volta all'identificazione delle attività economicamente significative condotte dalle imprese associate, ponendo in risalto le funzioni che esse svolgono, i rischi assunti<sup>113</sup> ed i beni utilizzati od apportati. La *ratio* di tale studio si rinviene nella modalità di remunerazione che solitamente vige in una transazione portata a termine tra due imprese indipendenti, le quali come criterio allocativo del profitto utilizzano le funzioni (*i.e.* il *value added*) che ogni controparte ha espletato. Effettuare un'analisi funzionale di due imprese facenti parte del medesimo gruppo richiede però un dettaglio maggiore<sup>114</sup>, in quanto non deve essere effettuata un'analisi *stand-alone* delle summenzionate funzioni, bensì è necessario inquadrare queste ultime nella logica complessiva di gruppo, al fine di avere una visione non distorta del valore aggiunto che esse apportano e dei rischi dei quali si fanno carico.

Il terzo elemento da prendere in considerazione riguarda le caratteristiche dei beni o dei servizi oggetto della transazione, essendo questi solitamente il principale *driver* nella determinazione del prezzo di una transazione. Invero, un'eventuale differenza

---

<sup>113</sup> Questo avviene perché, in una qualsivoglia operazione avvenuta nel mercato, a maggiori rischi corrispondono maggiori rendimenti, ragion per cui attraverso la corretta individuazione dei poli di rischio si può pervenire ad una più "attinente al mercato" allocazione dei costi e dei ricavi derivanti dalla relazione, così come disciplinato dal Capitolo 1, sottosezione D.1.2.1. *Analisi dei rischi nelle relazioni commerciali o finanziarie*, paragrafo 1.56, *Linee Guida OCSE* luglio 2017.

<sup>114</sup> Capitolo I, paragrafo 1.51, *Linee Guida OCSE* luglio 2017.

tra le caratteristiche dei beni oggetto della transazione *intercompany* e quelle presentate dai beni della transazione tra parti indipendenti può risultare più o meno gravosa a seconda del metodo di determinazione dei *transfer prices* che viene utilizzato: nel caso in cui si opti per il metodo del confronto del prezzo, le differenze eventuali dovranno essere soggette ad aggiustamenti per far sì che il metodo fornisca un risultato attendibile, viceversa qualora la transazione sia *testata* mediante uno dei metodo basati sull'utile della transazione, tali differenze assumeranno valore secondario, seppur non trascurabile<sup>115</sup>.

Per quanto pacifico quanto discorso in precedenza, i valori delle due transazioni, per quanto comparabili in termini di clausole contrattuali, rischi assunti e caratteristiche dei beni/servizi, possono divergere in ragione del differente contesto economico in cui esse sono portate a termine. Indi per cui, le strade percorribili sono due: la prima, ricercare transazioni in mercati comparabili, ovvero procedere ad aggiustamenti per quelle transazioni che non presentano la comparabilità di circostanze economiche legate al mercato di riferimento.

Le condizioni economiche rilevanti possono essere molteplici, risultando perciò difficoltoso una loro elencazione esaustiva, ragione per cui le Linee Guida al sotto paragrafo 1.110 menzionano unicamente le più ricorrenti, ovvero tra le altre, la dimensione dei mercati, il grado di concorrenza, le barriere all'entrata e all'uscita, il potere di acquisto dei consumatori nonché la data ed il tempo in cui son state espletate le transazioni.

Infine, per attuare una chiara delineazione della transazione, è necessario identificare la strategia aziendale che sta alla base della relazione commerciale oggetto di studio, con questo includendo al suo interno gli aspetti innovativi e le strategie di ricerca e sviluppo dell'impresa, l'avversione al rischio presentata nonché il contesto normativo in cui la stessa opera<sup>116</sup>.

Qualora i passaggi di cui sopra non siano seguiti in maniera fedele e precisa, vi è la possibilità che una determinata transazione, all'atto della verifica, venga "*disconosciuta e, se del caso, sostituita da un'operazione alternativa*" per mano

---

<sup>115</sup> Capitolo 1, sottosezione D.1.3. *Caratteristiche dei beni o dei servizi*, paragrafi 1.107 e 1.108, *Linee Guida OCSE* luglio 2017.

<sup>116</sup> Capitolo 1, sottosezione D.1.5 *Strategie aziendali*, paragrafo 1.114, *Linee Guida OCSE* luglio 2017.

dell'Amministrazione fiscale. Al riguardo, due sono i criteri che assumono grande rilevanza: considerare se, mediante l'operazione che è stata espletata, il gruppo multinazionale, considerato nella sua totalità, abbia ricevuto un danno ovvero abbia peggiorato il suo risultato ante imposte; in secondo luogo, ciò che deve essere valutato è quella ragionevolezza commerciale nell'accordo *intercompany* che si riscontrerebbe in un'operazione tra parti indipendenti in circostanze comparabili, tantoché al paragrafo 1.123 l'OCSE ribadisce un concetto di primaria importanza, espresso più volte all'interno delle Linee Guida:

*"La questione essenziale nell'analisi è se l'effettiva transazione possieda la ragionevolezza commerciale degli accordi che dovrebbero essere conclusi tra parti indipendenti in circostanze economiche comparabili, non se la stessa transazione possa essere osservata tra parti indipendenti. Il disconoscimento di una transazione che possiede la ragionevolezza commerciale di un accordo in regime di libera concorrenza non costituisce un'appropriata applicazione del principio di libera concorrenza."*

La dimostrazione pratica dell'analisi di comparabilità, così come quella relativa alla scelta ed applicazione del metodo per la determinazione dei *transfer prices* saranno mostrate nell'ultimo capitolo dell'elaborato, ragion per cui in tale sede ne è stata data unicamente esposizione da un punto di vista prettamente teorico.

### **2.3. Base Erosion and Profit Shifting**

Il progetto *Base Erosion and Profit Shifting*<sup>117</sup> (nel seguito anche BEPS) ideato congiuntamente dall'OCSE e dal G20 è finalizzato a contrastare le politiche di pianificazione fiscale aggressiva nonché lo spostamento di base imponibile dai Paesi ad alta fiscalità verso altri con pressione fiscale bassa o nulla da parte delle imprese multinazionali, puntando a stabilire regole uniche e trasparenti condivise a livello internazionale<sup>118</sup>. Il principio fondamentale è che l'imposizione avvenga nel luogo in

---

<sup>117</sup> Il senato della Repubblica Italiano nel proprio sito web ([www.senato.it](http://www.senato.it)), attraverso una "nota breve" definisce il progetto BEPS "*l'insieme di strategie di natura fiscale che talune imprese pongono in essere per erodere la base imponibile (base erosion) e dunque sottrarre imposte al fisco. La traslazione dei profitti (profit shifting) da paesi ad alta imposizione a paesi a tassazione nulla o ridotta è, di fatto, essa stessa una strategia che conduce all'erosione della base imponibile.*".

<sup>118</sup> Fonte: [www.finanze.it](http://www.finanze.it).

cui il contribuente svolge la propria attività imprenditoriale e crea valore aggiunto, indi per cui in estrema sintesi, l'obiettivo di tale progetto è quello di tassare gli utili nel luogo ove questi vengono prodotti, dando prevalenza alla sostanza delle transazioni che li generano piuttosto che alla forma contrattuale che li regola. Proprio in virtù di quest'ultimo punto (prevalenza della sostanza sulla forma) giova menzionare quanto statuito dall'*OECD*:

*"The arm's length principle has proven useful as a practical and balanced standard for tax administrations and taxpayers to evaluate transfer prices between associated enterprises, and to prevent double taxation. However, with its perceived emphasis on contractual allocations of functions, assets and risks, the existing guidance on the application of the principle has also proven vulnerable to manipulation. This manipulation can lead to outcomes which do not correspond to the value created through the underlying economic activity carried out by the members of an MNE group."*<sup>119</sup>

Al momento della stesura del presente lavoro il progetto BEPS si compone di 15 azioni, di cui ben quattro<sup>120</sup> trattano aspetti di *Transfer Pricing*. In particolare l'*Action 8-10 "Transfer Pricing"* include le seguenti:

- *Action 8: Intangibles;*
- *Action 9: Risks & Capital;*
- *Action 10: High risk transactions.*

L'obiettivo di tali *actio* è quello di fornire una guida e per il *taxpayer* e per l'Amministrazione fiscale, tanto che il loro contenuto è stato riportato nelle *Guidelines* del luglio 2017, già trattate nella sezione precedente. In aggiunta alle sopracitate tre *action*, l'*OECD* ha pubblicato il *Discussion Draft "BEPS Action 8-10, Financial Transactions"* atto a delineare, in virtù di quanto disposto nelle Linee Guida, gli aspetti marcatamente finanziari delle operazioni infragruppo, in particolar modo nella sezione *C.1. Intra-group loans*, che debbono essere attentamente

---

<sup>119</sup> [www.oecd.org](http://www.oecd.org) *Action 8-10 Transfer Pricing*.

<sup>120</sup> Si segnala come anche l'*Action 13 Country-by-Country Reporting* sia diretta a disciplinare aspetti legati al *Transfer Pricing*; tuttavia, riferendosi alla materia in tema di documentazione, già esposta nel corso dell'elaborato, non si procede in tale sede ad una ulteriore trattazione.

esaminati qualora si voglia procedere ad un'acquisizione con indebitamento all'interno di un gruppo multinazionale.

L'assunto di partenza del *Discussion Draft*, di primo rilievo in un'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*, riconosce come una società indipendente abbia un *Debt on Equity ratio* scaturente da varie circostanze economiche dettate dalle logiche di mercato, a differenza di quanto avviene all'interno di un gruppo multinazionale, dove la conformazione di debito ed *equity* presente in alcune società dello stesso può essere slegata dalle dinamiche di cui sopra, in virtù delle finalità del gruppo stesso, portando così in rilievo delle asincronie fiscali in caso di operazioni afferenti la struttura patrimoniale delle stesse<sup>121</sup>.

Il paragrafo 13 del *Draft* in esame sottolinea come anche per tale tipologia di transazioni i fattori su cui puntare la lente d'ingrandimento restano invariati e seguono quanto disposto dalle Linee Guida - osservanza delle clausole contrattuali, delle funzioni svolte, dei rischi assunti, delle caratteristiche dei beni e servizi impiegati nonché della strategia aziendale<sup>122</sup> – sempre in virtù del principio secondo cui una transazione è definibile come *arm's length* nel momento in cui soggiaccia agli stessi "paradigmi" che sarebbero osservati da imprese indipendenti, tanto che il *Draft* statuisce quanto segue:

*"Independent enterprises, when considering whether to enter into a particular financial transaction, will consider all other options realistically available to them, and will only enter into the transaction if they see no alternative that offers a clearly more attractive opportunity to meet their commercial objectives."*

Questo non si verifica automaticamente nel caso di imprese associate potendo difatti la capogruppo concedere un finanziamento infragruppo ad una sua controllata per un ammontare eccedente la reale capacità creditizia della stessa, mossa non da finalità economiche strettamente connesse alla transazione, ma da un'ottica globale che abbraccia l'intera economia di gruppo. L'*Action* fa presente come, ove avvenga

---

<sup>121</sup> OECD, *Discussion Draft Financial Transactions*, paragrafi 3 e 4, 3 luglio – 7 settembre 2018.

<sup>122</sup> Pur tenendo in considerazione come assumano ruolo centrale aspetti non trattati in caso di operazioni commerciali, quali la valutazione del rischio inerente al *loan*, la durata del prestito, la tipologia di tasso di interesse da applicare (fisso o variabile) etc.

un'operazione del tipo or ora delineato, l'eccesso di prestito rispetto a quello che una società indipendente avrebbe concesso alla controllata (ovvero l'eccesso di prestito che la capogruppo avrebbe concesso ad un'entità terza) non deve essere qualificato come prestito (*loan* nel seguito) sul quale calcolare gli interessi *arm's length* che dovranno essere pagati al *lender*<sup>123</sup>.

Un altro aspetto su cui il *paper* dell'OCSE focalizza la sua attenzione riguarda la prospettiva secondo cui vanno osservate circostanze economiche rilevanti della transazione: nel valutare queste ultime è richiesto di porsi nell'ottica non solo del *lender* ma anche in quella del *borrower*<sup>124</sup> al fine di delineare il rispetto del principio di libera concorrenza, valutando dal lato del primo fattori quali la capacità creditizia della controparte, l'ammontare che può essere erogato ed i termini in cui farlo; viceversa il secondo valuterà i rischi connessi al finanziamento, la retribuzione da garantire al *lender* e l'impatto che il debito avrà nella struttura patrimoniale-finanziaria della società.

Nell'ottica di un *Merger Leverage Buy-Out* assume rilievo centrale la cd. *Creditworthiness analysis* (anche analisi del metodo creditizio, oggetto di trattazione pratica nel terzo capitolo dell'elaborato), attraverso la quale un'impresa indipendente opera un *assessment* relativo alla capacità creditizia del beneficiario, al fine di determinare, analizzare e valutare i rischi (e la loro gestione) legati alla possibilità che il *borrower* risulti inadempiente. Tale analisi si compone di varie fasi, tra cui spiccano una valutazione del contesto economico in cui il *borrower* opera, la sua strategia aziendale, le ragioni per cui intende contrarre il debito nonché la probabile evoluzione della sua situazione patrimoniale ed i futuri *cash flow*. Invero, una società associata potrebbe evitare tali fasi (imprescindibili in una transazione non controllata) conoscendo già la situazione economica e la capacità creditizia delle altre società facenti parte del gruppo, tuttavia, al fine dell'analisi di comparabilità relativa alle circostanze economiche rilevanti della transazione, è necessario predisporre siffatta analisi al fine di verificare se la transazione

---

<sup>123</sup> Paragrafo 17 *OECD, Discussion Draft Financial transaction*, 3 luglio – 7 settembre 2018.

<sup>124</sup> "In considering the commercial and financial relations between the associated borrower and lender, and in an analysis of the economically relevant characteristics of the transaction, both the lender's and borrower's perspectives should be taken into account" paragrafo 48, *OECD, Discussion Draft Financial transaction*, 3 luglio – 7 settembre 2018.

infragruppo ha rispettato le medesime logiche che sarebbero state seguite qualora la transazione avesse avuto due controparti tra loro indipendenti.

L'obiettivo dell'analisi è quello di generare il cd. *credit rating*<sup>125</sup>, che in ultima istanza viene utilizzato proprio per la ricerca dei comparabili rispetto alla transazione controllata, oltretutto per la definizione del tasso d'interesse da applicare (più basso in caso di un elevato *credit rating* e viceversa). In particolare, il paragrafo 62 del *Discussion Draft* sottolinea come la definizione di un *credit rating* risulti essere centrale (e difficoltoso) quando sia da effettuarsi riguardo ad uno *Special Purpose Vehicle* o ad una società risultante da un'operazione di fusione (quest'ultima fattispecie sarà quella analizzata nel caso pratico oggetto dell'ultimo capitolo), statuendo quando di seguito:

*" The estimation of the credit rating may be particularly challenging for start-up companies, special purpose vehicles, or those which have recently been part of a merger or demerger. In circumstances such as these, an independent lender would usually conduct a due diligence process that includes examining cash-flow and earnings projections for the business, preferably for the entire period covered by the funding."*

Il documento esamina ulteriori aspetti di grande rilevanza in tema di *Merger Leverage Buy-Out*, quali la rilevanza di distorsioni nell'analisi del merito creditizio (paragrafo 65), le variabili che vanno ad influire sul *Debt on Equity ratio* di un'impresa *target* ovvero risultante dalla fusione (paragrafo 66) nonché i metodi di *transfer pricing* con cui verificare se il rispetto del tasso d'interesse applicato al *borrower* sia rispettoso del principio di libera concorrenza (sottosezione C.1.7.). Tali aspetti, saranno trattati durante l'esposizione del caso pratico, sia da un punto di

---

<sup>125</sup> Al riguardo la Consob, nello studio *"L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano"* (la cui versione completa è presente su [www.consob.it](http://www.consob.it)) di N. Linciano (2004) definisce così il rating creditizio:

*" Il rating costituisce una valutazione dell'idoneità di un emittente di provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi a una o più emissioni di titoli di debito. La valutazione del merito di credito avviene secondo una tempistica e fasi apparentemente omogenee nell'ambito delle principali agenzie; le tipologie di giudizio rilasciate si articolano in varie categorie, a seconda che la valutazione del merito di credito si riferisca all'emittente o alla singola emissione e/o a specifici aspetti di questi; le revisioni del giudizio possono poi aver luogo in corrispondenza di ricognizioni periodiche, ovvero di eventi nuovi."*

vista teorico che pratico, grazie al supporto di talune banche dati e strumenti di calcolo, ragion per cui in tale sede la loro trattazione non prosegue oltre.

#### **2.4. Servizi infragruppo e *shareholder loan*: l'inquadramento dell'Agenzia delle Entrate**

La Circolare n.6 del 30 marzo 2016, già trattata in alcuni suoi aspetti nella sezione 1.1.3., disciplina due tematiche che in un'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* presentano impatti rilevanti dal punto di vista del *Transfer Pricing*: in *primis* il finanziamento che la capogruppo eroga in favore del veicolo al fine di procedere all'acquisizione della società *target* viene equiparato ad un servizio prestato a quest'ultima dalla stessa *parent company*, ed in secondo luogo, la sezione 3.3 della Circolare disciplina il cosiddetto *shareholder loan*.

Riguardo al primo dei due punti appena menzionati, è proprio tale equiparazione a far sì che il finanziamento debba essere remunerato secondo quanto disposto dal comma 7 art. 110 TUIR e dalle *OECD TP Guidelines*, configurandosi perciò come punto d'unione tra la disciplina del *Merger Leverage Buy-Out* e quella dei prezzi di trasferimento<sup>126</sup>.

Inoltre, l'Agenzia presta la propria attenzione anche a quei finanziamenti provenienti da entità facenti parte del gruppo non residenti fiscalmente in Italia, che prendono il nome di *shareholder loan*, sui quali maturano interessi passivi, risultando in estrema sintesi soggiacenti sia alle regole in tema di deducibilità che a quelle di *Transfer Pricing*. Ragion per cui, anche gli interessi che scaturiscono da tale forma di finanziamento dovranno essere rispettosi del principio di libera concorrenza delineato in seno all'art.9 del Modello di Convenzione OCSE, non andando ad eccedere quelli che sarebbero statuiti in una transazione analoga effettuata da imprese tra loro indipendenti. Invero, uno *shareholder loan* presenta margini di nebulosità maggiori rispetto ad altre fonti di finanziamento, ragion per cui possono presentarsi dei casi in cui l'Autorità Fiscale effettua una riqualificazione<sup>127</sup> dello stesso, facendo prevalere la sostanza dell'accordo intercorrente tra le parti piuttosto che la forma intrinseca, considerandolo come un apporto di capitale. Al riguardo, la

---

<sup>126</sup> Capitolo VII, paragrafo 7.10, *OECD Guidelines*, luglio 2017. La parte interessata del suddetto paragrafo è riportata in virgolettato all'inizio del Capitolo 2.

<sup>127</sup> Capitolo I, paragrafo 1.65, *OECD TP Guidelines*, luglio 2017.

Circolare, elenca tre clausole che qualora siano presenti in un contratto di *shareholder loan* fanno denotare come la forma (operazione di finanziamento) non abbia nulla a che vedere con la sostanza dei fatti:

- I. Il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi è rinviato ad una data futura, successiva a quella in cui avverrà il rimborso ed il pagamento integrale del capitale e degli interessi dovuti a terzi finanziatori.
- II. Gli indici finanziari definiti nei *financial covenant*, che definiscono le condizioni di *default*, non comprendono nella definizione di debito ed in quella di interessi il debito per finanziamento soci e gli interessi per finanziamento soci;
- III. Il rimborso della quota capitale e degli interessi sono disciplinati dalle medesime norme che trattano la distribuzione dei dividendi, le riduzioni di capitale e le riserve di capitale.

Tali fattispecie, insieme ad altri indici che obiettivamente dimostrino un non allineamento della forma rispetto alla sostanza della transazione, fanno sì che lo *shareholder loan* venga riqualificato, a fini fiscali, come un apporto di capitale, sancendo così l'indeducibilità dei relativi interessi passivi<sup>128</sup>.

---

<sup>128</sup> La Circolare segnala come questo non sia l'unico beneficio che viene meno in seguito alla riqualificazione fiscale di cui sopra, essendo necessario operare le opportune modifiche anche ad altri regimi di favore (ad esempio l'agevolazione ACE).

### **3. STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING**

#### **3.1. Introduzione**

La terza parte dell'elaborato si incentra sulla rappresentazione di un *Merger Leverage Buy-Out* "virtuale", al fine di delineare le principali tappe dell'operazione e i risvolti che debbono essere tenuti in considerazione affinché la stessa rispetti i principi sanciti all'interno delle Linee Guida OCSE.

E' stata così riprodotta la situazione ante-acquisizione del *target group*, avendo optato per l'individuazione di tre società obiettivo in luogo di una, nonché il risultato *ex-post*, al fine di verificare la *consistency* dell'operazione e la sua natura *arm's length* da un punto di vista aziendale (*i.e.* quella di chi effettua l'operazione ed è chiamato a rispettare i principi summenzionati); infatti, il fine ultimo dell'analisi sarà quello di dimostrare che il rapporto tra debito ed *equity* con cui è stato finanziato il veicolo non porterà ad una riqualificazione dello *shareholder loan* ad opera dell'Autorità Fiscale, ed *in secundis* quello di individuare un tasso d'interesse coerente con il finanziamento (ed il merito di credito) stesso e quindi rispettoso di quanto statuito all'interno delle *OECD Guidelines*.

La Holding che sta a capo dell'intero procedimento è una società residente fiscalmente in Lussemburgo (residenza di fantasia) operante nel settore Real Estate, il cui *core business* è rappresentato dalla concessione in locazione degli immobili di cui è proprietaria. La scelta del settore in cui far operare la Holding nonché il suo *core business* risultano particolarmente importanti per la ricerca delle società comparabili, così come richiesto dalle *Guidelines*, andando conseguentemente ad orientare la strategia di ricerca, come si avrà modo di illustrare più nel dettaglio in avanti.

Tale Società, nel seguito chiamata **LUX Holding**, una volta ricevuto un finanziamento bancario<sup>129</sup>, intende acquistare il controllo totalitario di tre centri

---

<sup>129</sup> Giova precisare fin da subito che la scelta di far transitare il finanziamento dalla banca alla Holding per poi in un secondo momento farlo giungere sino allo *Special Purpose Vehicle*, creando il rilievo di *Transfer Pricing* essendo questa una prestazione infragruppo, potrebbe portare ad una diversa implementazione della *Benchmark Analysis* effettuata nel seguito. Invero, il finanziamento bancario

commerciali ubicati in Italia, che nel proseguo prendono il nome di **CC1**, **CC2** e **CC3**.

A tal fine costituisce uno *Special Purpose Vehicle*, il cui unico scopo è appunto quello di procedere all'acquisto dei sopracitati per poi concludere l'operazione attraverso una fusione per incorporazione diretta degli stessi: il veicolo nel seguito è chiamato **BOX1**. Quest'ultimo è totalmente sprovvisto di qualsivoglia *asset*, antecedentemente al *merger* con i tre CC, ragion per cui la verifica del suo *Debt on Equity ratio* (delineata nella sezione 3.5.) non verrà effettuata fintanto che l'operazione risulti conclusa: in tal senso, una volta giunti al termine della stessa ed ottenuto perciò il possesso dei dati della società risultante dalla fusione – nel seguito **BCC4** – si è proceduto ad una serie di *screening*, automatici, quantitativi e qualitativi, al fine di mettere a confronto il *Debt on Equity* scaturente dall'operazione e quello rinvenibile in società comparabili non associate alle entità di cui sopra. Questa è però solamente una delle fasi intraprese per giungere a statuire se la transazione sia profittevole da un punto di vista strategico/finanziario oltreché rispettosa del principio *arm's length*. L'analisi della presente sezione, si è difatti articolata nelle seguenti fasi:

1. Costituzione del veicolo BOX1, finanziato mediante *equity* (100.000.000 Euro) e debito, nella forma dello *shareholder loan* (50.000.000 Euro), con **scadenza a 10 anni**, di cui andrà individuato l'appropriato tasso di interesse da applicare;
2. **Ottenimento di bilanci pubblici** di società italiane che potessero "ricoprire il ruolo" di CC1, CC2 e CC3;
3. Consolidamento dei tre sopracitati, con **ottenimento di un bilancio "consolidato"**, a cui poi è stato aggiunto quello di BOX1, dando vita a BCC4. Tale fase ha consentito di stabilire la composizione finale di debito ed *equity* facente capo a BCC4, da cui si è potuto calcolare il *Debt on Equity ratio*.

---

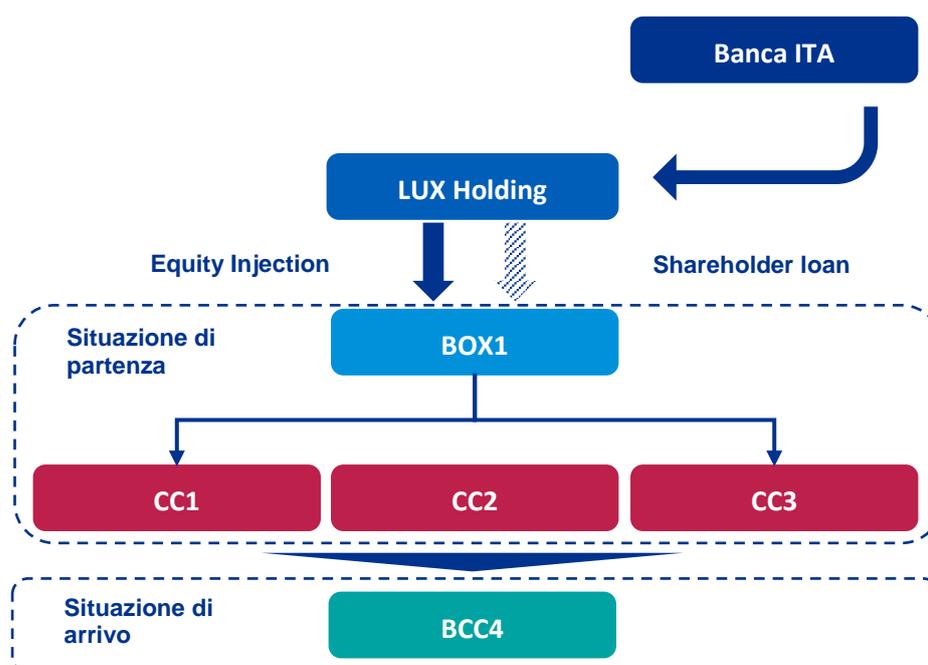
potrebbe suggerire l'utilizzo di CUP esterno per valutare il rapporto *Debt on Equity*, ipotesi scartata nel caso in esame in quanto:

- *In primis*, sarebbe stato molto difficoltoso reperire tali dati;
- *In secundis*, sarebbero stati comunque necessari molteplici aggiustamenti per rendere l'analisi *affidabile* dal lato dei risultati ottenibili.

4. Al fine di verificare la natura *arm's length* del rapporto tra debito ed *equity*, è stata effettuata un'analisi *benchmark*, attraverso la quale si giunge ad una valutazione del rapporto *Debt on Equity* che caratterizza l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*.
5. Una volta verificato se il debito debba essere riqualificato come un apporto di capitali, come dettagliato nella sezione 2.4., si è poi proceduto con l'identificazione del merito creditizio di BCC4 (*Creditworthiness analysis*), ottenuta attraverso la piattaforma Riskcalc edita dall'Agenzia di Rating Moody's.
6. In virtù di quanto ottenuto con Riskcalc (ossia il merito creditizio di BCC4), è stato poi individuato, mediante il terminale Bloomberg, un campione di osservazioni comparabili a BCC4, attraverso le quali si è poi giunti ad **individuare il tasso di interesse *arm's length* da applicare a BCC4.**

A conclusione del paragrafo introduttivo, atto a delineare quanto di seguito, si fornisce una *big picture* dell'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*, tralasciando in tale sede gli impatti di stampo fiscale, di cui si avrà il dettaglio nel corso delle analisi summenzionate.

Figura 6: *Strutturazione dell'operazione*



### 3.2. Piattaforme consultate e strumenti utilizzati

Per svolgere gli step summenzionati è stato fatto uso di informazioni di pubblico dominio, estratte da banche dati quali Orbis, AIDA e Factiva. In particolare, grazie al primo dei sopracitati è stato effettuato un *export* (di cui in seguito si avrà la dettagliata esposizione) contenente 734 società comparabili, sulle quali è stata svolta una serie di *screening* al fine di selezionare il campione più *suitable* all'entità oggetto dell'elaborato; inoltre, sono stati adoperati di strumenti di calcolo ampiamente diffusi nel settore quali RiskCalc ed il terminale Bloomberg. Una breve *disclosure* di questi viene, con fini di chiarezza generale, fornita di seguito.

#### **ORBIS e AIDA**<sup>130</sup>

Orbis è un database globale, edito da Bureau Van Dijk, unico nel suo genere per ampiezza di aree geografiche e dimensioni delle società coperte, nonché per la disponibilità di informazioni finanziarie di società private. Esso contiene informazioni e dati sia di società quotate che non, e garantisce un grado di affidabilità e completezza di altissimo rilievo. Le informazioni provengono da oltre 40 fornitori ufficiali, e vengono aggiornate con frequente cadenza; in tale ambito si segnala come, al fine di avere un'accuratezza maggiore, l'*export* effettuato nonché i dati consultati al fine di espletare il caso oggetto della sezione si riferiscano all'anno 2016 nonché al triennio precedente 2013-2015<sup>131</sup>, come si avrà modo di mostrare in seguito.

Il database ORBIS organizza questi dati pubblici da fonti amministrative e li filtra in vari formati standard per facilitare la ricerca e il confronto delle aziende. I formati ORBIS sono tra i più comunemente utilizzati per la presentazione di conti aziendali in Europa, seguendo le linee guida dell'Unione Europea.

Dall'altro lato AIDA, sempre edito da Bureau Van Dijk, segue lo stesso *modus operandi* di Orbis, avendo però informazioni unicamente per quanto riguarda le società registrate in Italia. Fornendo un ancor maggiore grado di dettaglio e di qualità del dato, tale piattaforma è stata utilizzata per la ricerca di bilanci che risultassero *suitable* al caso in esame (CC1, CC2 e CC3) nonché per lo *screening*

---

<sup>130</sup> Fonte: [www.bvdinfo.com](http://www.bvdinfo.com).

<sup>131</sup> Tale scelta è estata orientata dalla volontà di articolare le fasi successive su dati già verificati.

qualitativo *Chamber of Commerce Review* effettuato in fase di verifica del rapporto *Debt on Equity*.

### **FACTIVA**<sup>132</sup>

Factiva è uno strumento di informazione e ricerca commerciale di proprietà di Dow Jones & Company. Tale *tool* aggrega i contenuti sia attraverso fonti autorizzate che gratuite e fornisce alle organizzazioni funzionalità di ricerca, avviso, diffusione e altre informazioni. Le principali fonti di notizie includono il Wall Street Journal, il Dow Jones Newswires, il New York Times, il Sydney Morning Herald e Le Monde.

Factiva è stato utilizzato per la *Benchmark analysis* relativa al *Debt on Equity ratio*: in particolare il suo utilizzo è successivo all'*export* di Orbis, consentendo un primo *screening* relativo a società non indipendenti ovvero non comparabili alla parte esaminata.

### **RISKCALC**<sup>133</sup>

Edito da Moody's Analytics, controllata di Moody's Corporation, tale *tool* è adatto a stimare e misurare il merito creditizio di una qualsivoglia società, partendo dai dati di bilancio della stessa (da immettere manualmente). Al termine del processo, consente di ottenere il sopracitato *credit rating*, punto cruciale all'interno del *Merger Leverage Buy-Out*; il suo utilizzo è stato imprescindibile durante la fase numero quattro.

### **BLOOMBERG**

Bloomberg, società leader a livello globale nell'ambito informativo del settore economico/finanziario, attraverso il suo terminale consente il maggior grado di approfondimento di ricerca presente sul mercato. Quest'ultimo ha consentito di effettuare un'analisi atta ad identificare il tasso di interesse applicato in transazioni

---

<sup>132</sup> Fonte: [global.factiva.com](http://global.factiva.com).

<sup>133</sup> Fonte: [rafa.moodyanalytics.com](http://rafa.moodyanalytics.com).

indipendenti per società che presentano lo stesso *credit rating* di quella oggetto della presente analisi.

### **3.3. Il Merger Leverage Buy-Out ed il Debt on Equity ratio scaturente dall'operazione**

Come si è avuto modo di dire nel capitolo I, il primo passo dell'operazione riguarda il modo in cui la Holding intende finanziare il veicolo. Nel caso della società LUX Holding, questa ha versato 100.000.000 Euro nelle casse di BOX1 sotto forma di *equity injection*, lasciando la restante parte sotto forma di debito, ovvero mediante 50.000.000 Euro di *shareholder loan*<sup>134</sup>, sui quali maturano interessi, creando perciò il risvolto di *transfer pricing* di cui andrà verificata la natura *arm's length*.

Al contrario dello *Special Purpose Vehicle*, che non è dotato di struttura operativa ed è di recente costituzione, le tre *target company* sono attive da anni nel settore di competenza e presentano una situazione patrimoniale/finanziaria molto strutturata.

*In primis*, come è stato accennato in precedenza, si è proceduto al consolidamento dei bilanci delle società CC1, CC2 e CC3, riportati nell' Appendice 1. Successivamente, mediante i database summenzionati, è stato estrapolato il dato relativo al *fair value* delle immobilizzazioni materiali delle tre società *target* e confrontato con il valore contabile delle stesse<sup>135</sup>, come mostra la tabella seguente:

*Tabella 3: Le differenze da Fair Value*

Immobilizzazioni Materiali	CC1	CC2	CC3	Totale
Valore di mercato	126.707.849	67.600.042	24.092.109	218.400.000
Valore contabile	56.160.436	35.183.943	9.895.007	101.239.386
Differenza da Fair Value	70.547.413	32.416.099	14.197.102	117.160.614

A tal punto, è stato possibile definire il bilancio della società risultante dalla fusione che, anche in virtù delle differenze da *fair value* sopra esposte, ha dato vita ad un avviamento pari ad Euro 22.695.156,00 Euro.

<sup>134</sup> Come già detto in precedenza, tale *shareholder loan* ha un orizzonte temporale di 10 anni. Tale *assumption* è necessaria per procedere alla successiva individuazione del tasso d'interesse *arm's length* da applicare alla transazione.

<sup>135</sup> Difatti, qualora si operi il consolidamento, è necessario valutare le poste al loro *fair value*. Non essendo strettamente prodromico a quando di seguito, nel caso in esame tale operazione è stata effettuata unicamente nei confronti delle Immobilizzazioni Materiali.

Una volta che BOX1 conclude l'acquisizione delle tre *target company*, procede alla fusione per incorporazione delle stesse, andando a formare BCC4, la cui situazione contabile (semplificata) è così riassumibile:

*Tabella 4: Situazione patrimoniale/finanziaria di BCC4*

	<b>Attivo</b>	<b>Passivo + PN</b>	
Attivo (CC1+CC2+CC3)	128.567.392,00	118.423.162,00	Passivo (CC1+CC2+CC3)
Fair Value Imm.	117.160.614,00	50.000.000,00	Shareholder Loan
Avviamento	22.695.156,00	100.000.000,00	Equity Injection
<b>Totale</b>	<b>268.423.162,00</b>	<b>268.423.162,00</b>	

Una volta concluso il processo di *Merger Leverage Buy-Out* è perciò possibile determinare il *Debt on Equity ratio* che verrà verificato in seguito; il suo calcolo prende in considerazione due poste sovraesposte:

- Il passivo, composto dai debiti a breve e lungo termine originari delle tre *target company* a cui va ad aggiungersi l'importo dello *shareholder loan*, per un totale di 168.423.162,00 Euro;
- La parte di *equity* composta, successivamente alla fusione, unicamente dall'*equity injection* effettuata dalla società Madre, per un totale di 100.000.000 Euro.

Il *Debt on Equity ratio* risultante è perciò pari ad 1.68 (168%), valore di cui si dovrà verificare l'attinenza al principio *arm's length*: tale analisi, è svolta nella sezione 3.4., ragion per cui in tale parte dell'elaborato non si procede oltre con la trattazione di tale risultato.

### 3.4. *Debt on Equity ratio: Benchmark Analysis*

Il successivo stadio di analisi si concentra sullo studio del rapporto Debito/*Equity* sul quale poggia l'intera architettura dell'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*. Come è stato detto in altre parti dell'elaborato – segnatamente nel Capitolo I – tale *ratio* da un lato sancisce la “bontà” dell'operazione, intesa come la sua fattibilità economica calcolata sulla capacità della società risultante dalla fusione di far fronte al debito che grava(va) in capo allo *Special Purpose Vehicle*, e dall'altro determina il rispetto (o meno) del principio di libera concorrenza, che non può essere trascurato quando il finanziamento avviene *intercompany*, come nel caso in esame.

Per verificare se il *Debt on Equity ratio* di BCC4 sia in linea con quello riportato da società comparabili, si è proceduto ad una *Benchmark Analysis* avente come punto di partenza l'*export* (contenente dati qualitativi e quantitativi) di un campione di 734 società comparabili, grazie alla piattaforma Orbis, proseguendo poi attraverso una serie di *screening* selezionati ed effettuati manualmente in ragione delle caratteristiche di BCC4; questo perché la verifica del rispetto del principio *arm's length* può esser effettuata attraverso l'applicazione di una metodologia appropriata di verifica dei prezzi di trasferimento. Perciò, la metodologia applicata avrà l'obiettivo di stabilire il valore *arm's length* facendo riferimento a transazioni comparabili effettuate da soggetti indipendenti a quelle effettuate dal contribuente in condizioni analoghe o simili.

Al fine di determinare la ragionevolezza della metodologia applicata, i due fattori più importanti da prendere in considerazione sono:

- Il grado di comparabilità tra le transazioni controllate e quelle non controllate;
- La completezza e l'esattezza delle informazioni disponibili.

Date queste premesse, la *Benchmark Analysis* si articola in quattro stadi, consequenziali ed interconnessi tra loro:

1. Applicazione di criteri esclusivi/inclusivi nella piattaforma di cui sopra, per giungere ad un numero sufficientemente ampio che possa essere affidabile come campione sul quale effettuare l'analisi, del quale poi viene effettuato l'*export*;

2. Applicazione di *screening* quantitativi, volti ad eliminare dal campione quelle società che presentino una comparabilità inferiore rispetto all'entità oggetto dell'elaborato;
3. Applicazione di *screening* qualitativi, volti ad eliminare, con un ulteriore grado di dettaglio, quelle società che non risultano essere comparabili;
4. Calcolo del *Debt on Equity ratio* del set finale di società comparabili, con ottenimento del rapporto *arm's length*.

### 3.4.1. Il set iniziale di società comparabili

Lo scopo della ricerca di società comparabili - **attive nel settore Real Estate e prevalentemente operanti quali locatori di immobili** – è quello di identificare un intervallo di libera concorrenza di *Debt on Equity ratio*, atto a dimostrare come la transazione *intercompany*, e quindi l'intero *Merger Leverage Buy-Out* oggetto del caso, rispetti il summenzionato principio. E' stato quindi necessario ricercare dati pubblicamente disponibili e concernenti società potenzialmente comparabili a BCC4 in termini di funzioni, rischi e mercato di riferimento, in linea con quanto disposto dalle *OECD Guidelines*. Le società di cui si effettua lo scarico derivano da una serie di criteri che vengono di seguito elencati; in particolare vengono incluse nella ricerca, escludendo tutte le altre:

- Le società classificate sotto il Codice di Attività 68.2, ovvero quelle entità rientranti nella categoria "*Affitto e gestione di beni immobili effettuata su beni propri*"<sup>136</sup>;
- Operanti in Paesi dell'Unione Europea (a 28 membri);
- Che risultino attive sul mercato (escludendo ad esempio le società in liquidazione, fallite etc.);
- Che presentino per ogni anno nel triennio in esame (2013-2015) un Turnover non inferiore ai 5 Milioni di Euro;
- Che non posseggono partecipazioni (ovvero siano possedute) per un valore pari o superiore al 50.01% del Capitale Sociale;

---

<sup>136</sup> Fonte: Eurostat, [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), *Metadata – Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea, Rev2 (NACE Rev.2)*. La classificazione completa viene fornita nell'Appendice 2A, mentre il dettaglio delle attività connesse alla locazione immobiliare è presente nell'Appendice 2B.

- Che siano state costituite precedentemente al 2009<sup>137</sup>;
- Che non siano inquadrabili come “medio-piccole imprese”;
- Che dispongono di dati recenti ed ufficiali di bilancio, con esclusione di dati e bilanci consolidati;
- Che non siano enti no profit, *branch* di altre società ovvero società sottoposte al controllo dello Stato.

Il risultato combinato di tali criteri ha consentito la riduzione del numero totale di società comparabili a 734, su cui poi vengono effettuati ulteriori *screening* al fine di giungere al *final set* di società comparabili. L'analisi che ha portato all'ottenimento del set iniziale è riportata nell'appendice 3, nella quale sono mostrati tutti i criteri selezionati nonché il risultato degli stessi.

### **3.4.2. *Screening* Quantitativi**

Gli *screening* elencati nella sezione precedente vengono definiti “automatici”, in quanto selezionati da una lista che viene offerta automaticamente dal database stesso. Viceversa, quelli che verranno presentati in tale sezione e nella successiva sono frutto di operazioni autonomamente selezionate ed implementate, sulla base delle caratteristiche della società di cui si valuta il rapporto *Debt on Equity*, nominalmente BCC4.

L'obiettivo di tali *screening* è quello di eliminare quelle società che godono di una comparabilità solo parziale rispetto alla sopraccitata, giungendo così ad un *final set* che possa garantire un risultato affidabile e quindi “valente” per quanto riguarda la dimostrazione del rispetto del principio *arm's length*.

Gli *screening* quantitativi effettuati sono stati sei:

- 1) Sono state escluse tutte quelle società la cui forma legale sia riconducibile ad enti no profit, consorzi, cooperative ovvero forme di partenariato non assimilabili a BCC4; Tale *screening* ha portato all'eliminazione di 304 società, lasciando così il set composto da 430 entità.

---

<sup>137</sup> L'analisi come detto si riferisce all'anno fiscale 2016 (svolgendosi quindi nel triennio 2013-2015), tuttavia, al fine di non avere dati poco affidabili poiché derivanti da attività di recente costituzione, si escludono le società fondate nei tre anni precedenti.

- 2) E' stato poi verificato che tutte le società residuanti siano in possesso dei dati di Turnover ed EBIT per ogni anno del triennio 2013 – 2015: nessuna società è stata esclusa da tale *screening*, confermando la possibilità di effettuare i successivi grazie alla presenza di dati per ognuna delle 430 residue a tale stadio.
- 3) Al fine di mantenere nell'analisi solamente quelle società che hanno dimensioni simili a quelle di BCC4, sono state escluse le entità che nel triennio oggetto d'esame presentano un Turnover medio inferiore a 10 Milioni di Euro: tale *screening* ha garantito l'eliminazione di 182 società non comparabili.

I primi tre *screening* risultano essere applicabili alla stragrande maggioranza delle analisi di *benchmark*, non andando a colpire alcun settore in maniera specifica, ragion per cui i due successivi sono stati implementati proprio in virtù dell'appartenenza di BCC4 al settore Real Estate; difatti:

- 4) Sono state escluse dall'analisi quelle società che presentano un rapporto tra COGS (*Cost of Goods sold*) e Turnover inferiore al 5% per quanto riguarda la media del triennio 2013-2015. La *ratio* di tale *screening* è rinvenibile nella ricerca di comparabilità che muove l'intera analisi: invero, una società che si occupa di locazione di beni mobili, e che quindi è comparabile a BCC4, non può possedere un elevato valore del costo del venduto in proporzione ai suoi guadagni, ragion per cui tale *screening* consente di eliminare quelle società che presentano una struttura marcatamente diversa dalla società presa a riferimento per tale analisi. In forza di tale *screening* il numero di società ancora rientranti all'interno del set è pari a 153.
- 5) Successivamente, sempre osservando il bilancio di BCC4 nonché tenendo a mente quanto è lecito attendersi all'interno del settore Real Estate, sono state escluse dall'analisi quelle società che presentano un rapporto tra Immobilizzazioni Materiali e Totale Immobilizzazioni inferiore al 70%; la *ratio* è la medesima dello *screening* precedente, tenuto conto che tale

rapporto, applicato a BCC4, restituisce un risultato che va oltre l'80%. Altre 50 società sono così state considerate come non comparabili.

Infine, come ultimo *screening* quantitativo, sono state eliminate dall'analisi quelle società che non forniscono dati né per lo *screening* numero 5 né per lo *screening* numero 6, considerate per tale motivo come non affidabili ai fini dei risultati dell'analisi. Il risultato finale della fase di *screening* quantitativi fornisce un elenco di 99 società comparabili, che "passano" alla fase degli *screening* qualitativi.

Il prospetto seguente riassume quanto sopra riportato.

<b>Screening Quantitativi</b>		
	<b>Società escluse</b>	<b>Società residue</b>
1 Partnership, Cooperative e Consorzi	304	430
2 Turnover ed EBIT disponibili in ogni esercizio del triennio 2013-2015	0	430
3 Media Turnover (2013-2015) inferiore a 10 Milioni di Euro	182	248
4 Media COGS (2013-2015) / Media Turnover (2013-2015) > 5%	95	153
5 Media Immobilizzazioni Materiali (2013-2015) / Media Totale Immobilizzazioni (2013-2015) < 70%	50	103
6 Dati non disponibili per <i>screening</i> precedenti	4	99
Società comparabili che passano alla fase di <i>Screening</i> Qualitativi		<b>99</b>

### 3.4.3. *Screening* Qualitativi

La fase precedente è stata necessaria per operare una "scrematura", eliminando tutte quelle società che non presentano dati finanziari in linea con quelli della società oggetto di analisi – BCC4 – della quale deve essere testato il *Debt on Equity ratio*.

Con riguardo alle 99 società residue da tale step si pone adesso il problema di individuare quelle che presentano un maggiore grado di comparabilità con la sopracitata, operando tre ulteriori *screening*.

*In primis*, grazie al summenzionato scarico dalla piattaforma dati, si ottengono per ogni società del campione (anche per quelle escluse nella fase di *screening*

quantitativo) informazioni relative all'attività svolta: tale analisi è comunemente chiamata *Business Description Review*, proprio perché le informazioni di cui si avrà analisi riguardano l'attività principale della società, il contesto in cui opera etc.<sup>138</sup>

In tale sede, hanno superato lo *screening* le società che:

- Non dispongono di una *Business Description*;
- Dispongono di una *Business Description* insufficiente ovvero non chiara<sup>139</sup>;
- Sono attive nel settore Real Estate, principalmente attraverso attività di locazione di immobili (di proprietà o meno).

Tale *screening* ha consentito l'esclusione di 25 entità, lasciando un set di società comparabili composto da 59 unità.

*In secundis*, queste ultime sono state sottoposte ad un ulteriore *screening* qualitativo, usualmente definito *Internet Review*, il quale si articola in due stadi:

Nel primo di essi, facendo uso del database Factiva, si viene a conoscenza dell'indipendenza relativa ad una data impresa: qualora il database mostri ragioni per le quali la stessa risulti essere sottoposta al controllo di terze parti, eserciti essa stessa una forma di controllo su altre entità, ovvero sia sottoposta al comune controllo di una terza società, si procede alla sua esclusione. Qualora invece la società risulti essere indipendente anche dopo tale verifica, viene effettuato un controllo (nel dettaglio) del sito web ufficiale.

Perciò, nel caso oggetto del presente elaborato, una società ha superato la fase di *screening* qualitativo qualora:

- Risulti indipendente secondo le informazioni fornite dal sopracitato database (1° stadio); oppure, con riguardo al 2° stadio (quindi successivamente alla visione del sito web ufficiale):
- Non risulti essere parte di un Gruppo;

---

<sup>138</sup> In particolare, le informazioni fornite dal database riguardano: "Trade description (English)", "Trade description (original language)", "Primary business line", "Main activity", "Full overview", "History", "Membership of a network", "Main brand names", "Main production sites", "Main distribution sites" and "Main customers".

<sup>139</sup> Giova chiarire fin da subito la *ratio* che spinge a non escludere le società che non presentano una *Business Description*: presa considerazione che l'entità, per esser giunta sino a tale stadio di analisi, presenta caratteristiche di comparabilità con BCC4 non marginali, appare lesivo nei confronti del dettaglio richiesto ad un'analisi di tale tipologia eliminare tali società, dato che vi sono ancora due *screening* da applicare che presentano un grado di precisione ancora maggiore.

- Non risulti essere una società pubblica, un ente no profit, un consorzio, una cooperativa, una società consortile o una forma di partenariato non assimilabile a BCC4;
- Non sia stato possibile ottenere informazioni attraverso il sito web (il sito non esiste, il sito è sotto manutenzione, etc.), qualora la società in questione sia italiana<sup>140</sup>;
- Infine, superano tale step quelle società che operano nel settore Real Estate e che sono (perlomeno in prevalenza) attive nella locazione di immobili a terze parti.

Tale *screening* ha fatto sì che venissero escluse di 59 entità, lasciando un set di società comparabili composto da 15 società.

Tuttavia, non si è ancora giunti al *set* finale di società comparabili, residuando infatti le società italiane per le quali non è stato possibile effettuare una *review* del sito web a causa della mancanza di quest'ultimo. L'ultimo *screening* qualitativo da effettuare prende difatti, nella prassi, il nome di *Chamber of Commerce Review*, essendo incentrato sull'analisi del bilancio (chiuso al 31/12/2016, facendo l'analisi riferimento all'esercizio 2016) delle suddette società; in aggiunta, per fini di maggiore dettaglio, si è proceduto ad analizzare anche i bilanci di quelle società (italiane, come spiegato nella nota alla pagina precedente) che dopo l'analisi del sito web sono risultate comparabili a BCC4.

I criteri di esclusione dal set finale ricalcano quelli esposti in sede di *screening* quantitativi. In particolare, sono state eliminate dall'analisi:

- Le società facenti parte di un gruppo aziendale di imprese;
- Quelle per cui è stato impossibile reperire il bilancio ufficiale chiuso al 31/12/2016 ovvero, in mancanza, quello dell'anno precedente;
- Quelle che svolgono un'attività differente rispetto alla locazioni di immobili.

---

<sup>140</sup> Tale precisazione è necessaria poiché per le società italiane ci si è avvalsi della possibilità di scaricare i bilanci ufficiali attraverso una piattaforma dati riconosciuta a livello nazionale, della quale si ha certezza della affidabilità informativa, criterio non riscontrabile per altre fonti relative a società estere, la cui mancanza di chiarezza avrebbe potuto inficiare sul grado di comparabilità e quindi in ultimo sull'affidabilità dei risultati scaturenti dall'analisi stessa.

Tale ultimo *screening* ha portato all'eliminazione di un'ulteriore società consentendo di giungere ad un *final set* composto da 14 entità.

Il prospetto di cui sotto riassume quanto appena esposto.

Screening Qualitativi			
		Società Escluse	Società a Final Set
7	N°1 - <i>Business Description Review</i>	25	74
8	N°2 - <i>Internet Review</i>	59	15
9	N°3 - <i>Chamber of Commerce Review</i>	1	14
Final Set di società comparabili			14

Tale *final set* verrà utilizzato per il calcolo del *range* di valori – nel caso in esame per il *range* di *Debt on Equity ratio* – il quale, attraverso un apposito metodo di *Transfer Pricing*, sarà atto a dimostrare la natura *arm's length* di tale rapporto in seno a BCC4.

### 3.4.4. Selezione del metodo più adatto per valutare il rispetto del principio *arm's length*

Le Linee Guida OCSE stabiliscono che al fine di determinare i prezzi di trasferimento fra imprese appartenenti allo stesso gruppo debba essere utilizzato il principio del prezzo di libera concorrenza (*arm's length principle*). A tal proposito, per quanto sia stato già citato in precedenza, si menziona nuovamente, con fini di chiarezza generale, l'articolo 9 del Modello di Convenzione OCSE:

*"(Allorché) le due imprese (associate), nelle loro relazioni commerciali o finanziarie, sono vincolate da condizioni accettate o imposte, diverse da quelle che sarebbero state convenute tra imprese indipendenti, gli utili che, in mancanza di tali condizioni, sarebbero stati realizzati da una delle imprese, ma che, a causa di dette condizioni, non lo sono stati, possono essere inclusi negli utili di questa impresa e tassati in conseguenza."*<sup>141</sup>

L'*arm's length principle* viene applicato mediante una comparazione fra le transazioni effettuate tra imprese associate e quelle effettuate tra imprese indipendenti, basata sulle "caratteristiche economicamente rilevanti" delle stesse. La comparabilità è raggiunta laddove:

<sup>141</sup>Capitolo I, paragrafo 1.6, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

- a) Non esistano differenze fra le transazioni in essere tra imprese associate e quelle fra società indipendenti;
- b) Eventuali differenze non alterino la comparabilità in esame;
- c) Per eliminare gli effetti delle eventuali differenze possano essere apportati degli accurati aggiustamenti quantitativi.

Dei metodi dettagliati nella sezione 2.2.2. dell'elaborato, si ripete nuovamente come il metodo più diretto per stabilire se le condizioni esistenti o imposte tra imprese associate siano conformi al principio di libera concorrenza consiste nel paragonare i prezzi applicati nell'ambito di transazioni controllate tra le imprese collegate con quelli applicati nelle transazioni comparabili tra imprese indipendenti (metodo del Confronto del Prezzo o *Comparable Uncontrolled Price Method* - CUP). Questo in quanto ogni differenza tra il prezzo di una transazione tra imprese consociate e una transazione comparabile sul libero mercato può essere identificato ed eventualmente giustificato da particolari fattori che influenzano la singola operazione e che possano essere valutati economicamente.

In base a tale metodo, la congruità delle condizioni applicate ai finanziamenti viene valutata confrontando il relativo tasso di interesse con quello che sarebbe stato praticato per transazioni comparabili concluse tra imprese indipendenti in condizioni analoghe (c.d. *"confronto esterno"*) ovvero tra una delle imprese che effettuano la transazione ed un'impresa indipendente (c.d. *"confronto interno"*).

Con riguardo alla transazione in esame, essendo la società di nuova costituzione, appare evidente come il metodo del confronto del prezzo con prospettiva interna sia inapplicabile, in quanto la stessa non intrattiene operazioni analoghe con terze parti. Allo stesso modo, non appare percorribile l'analisi del prezzo con prospettiva esterna, difatti nonostante esistano società indipendenti sul mercato che svolgono funzioni di locazione simili a quelli oggetto della transazione, queste non soddisfano tutti i criteri di comparabilità evidenziati in precedenza, soprattutto per quanto riguarda le caratteristiche dei beni (in quanto i prodotti saranno differenti in termini di tecnologia, design, materiali, eccetera) e le strategie d'impresa. Inoltre, anche qualora fosse possibile identificare prodotti sufficientemente comparabili, le informazioni riguardo alle politiche di prezzo applicate ai terzi indipendenti potrebbero non essere disponibili.

Seguendo le indicazioni delle Linee Guida, una volta verificata la non applicabilità del *Comparable Uncontrolled Price Method*, si è proceduto con l'analisi degli altri due metodi tradizionali, *i.e.* il metodo del prezzo di rivendita e il metodo del costo maggiorato.

Tuttavia, anche per questi appare evidente la non applicabilità: in virtù di quanto statuito nel paragrafo 2.34 Capitolo II, il primo fornisce un risultato affidabile nel momento in cui l'oggetto della transazione sia rappresentato dalla commercializzazione di prodotti ai quali il venditore non apporta modifiche sostanziali/a valore aggiunto. Questo non è il caso di una transazione nella quale un'entità concede in locazione un immobile. Allo stesso tempo, alla luce delle disposizioni del paragrafo 2.45 Capitolo II, il *Cost Plus Method* è di preferibile applicazione quando intercorre una vendita di prodotti semilavorati, fattispecie non presente nella transazione in esame.

Una volta verificato come i metodi tradizionali non siano adatti per verificare il principio *arm's length* di detta transazione, sempre seguendo quanto statuito nelle *Guidelines*, sono stati passati in rassegna i metodi alternativi, vale a dire il *Transactional Net Margin Method* ed il *Transactional Profit Split Method*.

Il primo, a differenza dei metodi tradizionali, si basa sui margini netti della transazione in luogo dei lordi, pur ferma restando la sfera applicativa, ragion per cui si evidenzia come la sua applicazione andrebbe a distorcere il risultato dell'analisi per le medesime ragioni di cui sopra. Il secondo invece, alla luce di quanto riportato dall'OCSE al Paragrafo 2.122 Capitolo II, fornisce risultati adeguati per quelle transazioni altamente integrate in cui ambo i contraenti apportano valori/contributi unici atti a creare profitto: tale requisito non è soddisfatto in una transazione che vede interagire un locatore ed un locatario.

Si conclude perciò, alla luce di quanto appena esposto, che nessuno dei cinque metodi nominalmente evidenziati dalle Linee Guida appare idoneo alla verifica principio *arm's length* per la transazione oggetto di analisi. Tuttavia, tale evidenza non fornisce ragione per statuire aprioristicamente la frustrazione del sopracitato principio. Invero, sono le stesse *Guidelines* a sottolineare come "*la scelta del metodo per la determinazione dei prezzi di trasferimento si pone sempre l'obiettivo di trovare*

*il metodo più appropriato per ciascun singolo caso*”, aggiungendo inoltre quanto segue:

*“I gruppi multinazionali sono liberi di applicare altri metodi che non siano quelli descritti in queste linee guida (di seguito definiti “altri metodi”) al fine di determinare i prezzi, a condizione che tali prezzi soddisfino il principio di libera concorrenza in conformità con le presenti linee guida. Tali altri metodi, tuttavia, non dovranno essere utilizzati in sostituzione dei metodi riconosciuti dall’OCSE nel caso in cui questi ultimi risultino più appropriati ai fatti e alle circostanze del caso di specie. Nelle ipotesi in cui si ricorra ad altri metodi, la relativa scelta andrebbe suffragata da una spiegazione del perché i metodi riconosciuti dall’OCSE siano stati considerati meno appropriati o non applicabili alle circostanze del caso e delle ragioni per le quali si è ritenuto che l’altro metodo selezionato fornisca una soluzione migliore.”<sup>142</sup>*

Indi per cui, l’analisi in esame risulta essere coerente con quanto richiesto dall’OCSE.

### **3.4.5. Risultati derivanti dalla Benchmark Analysis**

Una volta dimostrata l’idoneità della presente analisi, è possibile proseguire con la verifica del rapporto *Debt on Equity* che sta alla base della stessa. Per fare ciò, sono state utilizzate le 14 società summenzionate che compongono il *set* finale di società comparabili. Con tale scopo è stato calcolato per ciascuna di esse il rapporto tra le passività in bilancio (escluse quelle commerciali) e i cd. *Shareholder funds*, così da ottenere il *ratio* di cui sopra, per poi confrontarlo con quello ottenuto mediante medesimo procedimento numerico con riguardo a BCC4.

A tale riguardo, occorre riportare quanto segue:

*“In taluni casi sarà possibile applicare il principio di libera concorrenza per arrivare a un singolo valore (ad esempio, un prezzo o un margine) che rappresenta il dato più affidabile per verificare se le condizioni di una transazione rispettano il principio di libera concorrenza. Tuttavia, poiché la determinazione dei prezzi di trasferimento non è una scienza esatta, ci saranno anche molte occasioni in cui l’applicazione del metodo/i più*

---

<sup>142</sup> Capitolo II, paragrafo 2.9 *OECD Guidelines*, luglio 2017.

*appropriato/i produce un intervallo di valori che possono essere tutti relativamente e allo stesso modo affidabili. In tali casi, le differenze nei valori che rientrano nell'intervallo potranno essere causate dal fatto che, in generale, l'applicazione del principio di libera concorrenza permette di ottenere solo un'approssimazione delle condizioni che sarebbero stabilite tra imprese indipendenti. È anche possibile che i diversi valori dell'intervallo rappresentino il fatto che imprese indipendenti coinvolte in transazioni comparabili in circostanze comparabili potrebbero non attribuire esattamente lo stesso prezzo alla medesima transazione."*

Difatti, l'analisi del *Debt on Equity ratio* delle società comparabili ha prodotto un intervallo di valori (*range*) *arm's length*, che è stato utilizzato come *comparison* con il medesimo rapporto scaturente dai dati di BCC4. I prospetti seguenti riassumono il procedimento seguito per giungere a quanto appena detto.

*Tabella 5: Il Set Finale*

<b>Final Set di società comparabili a BCC4</b>	
<b>1</b>	<b>ALBERGO DI RUSSIA S.P.A.</b>
<b>2</b>	<b>AUFBAUGEMEINSCHAFT ESPELKAMP GESELLSCHAFT M.B.H.</b>
<b>3</b>	<b>CENTER INVEST EPITOIPARI ES SZOLGALTATO KORLATOLT FELELOSSEGU TARSASAG</b>
<b>4</b>	<b>IDEHA</b>
<b>5</b>	<b>KALCHESBRUCK SA</b>
<b>6</b>	<b>KREISBAUGESELLSCHAFT HEIDENHEIM GESELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG</b>
<b>7</b>	<b>KREISBAUGESELLSCHAFT TUEBINGEN MBH</b>
<b>8</b>	<b>PONTORME - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA IN FORMA ABBREVIAT A PONTORME S.R.L.</b>
<b>9</b>	<b>REALE COMPAGNIA ITALIANA S.P.A.</b>
<b>10</b>	<b>RHEINISCH-BERGISCHE SIEDLUNGSGESELLSCHAFT MBH</b>
<b>11</b>	<b>SA DES HABITATIONS A LOYER MODERE</b>

12	SOC IMMOB LOGEMENT DE L'EURE SA HLM
13	WOHNBAU DINSLAKEN GESELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG
14	WOLFENBUETTELER BAUGESSELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG

Tabella 6: L'ammontare di Debt per ciascuna società a final set nel triennio 2013-2015

Società N°	<u>DEBT 2015</u>	<u>DEBT 2014</u>	<u>DEBT 2013</u>
1	13.332.499	6.022.452	6.198.917
2	74.342.119	72.084.195	68.083.899
3	37.455.862	56.238.437	59.507.411
4	82.577.017	78.785.336	71.057.424
5	96.094.209	96.428.048	95.005.291
6	55.023.760	57.428.513	56.865.860
7	115.213.244	101.275.127	92.924.491
8	56.873.627	62.714.596	64.973.775
9	21.673.991	7.104.406	3.783.632
10	42.584.318	44.822.791	45.692.994
11	151.056.278	150.223.935	155.163.420
12	318.629.140	308.261.316	294.358.099
13	82.398.529	82.422.355	78.723.001
14	40.808.952	39.797.291	37.879.303

Tabella 7: L'ammontare di Equity per ciascuna società a final set nel triennio 2013-2015

Società N°	<u>EQUITY 2015</u>	<u>EQUITY 2014</u>	<u>EQUITY 2013</u>
1	23.343.206	31.159.233	30.600.792
2	17.417.814	17.302.846	16.808.342
3	64.401.472	45.350.943	40.821.825
4	29.614.918	28.013.521	24.504.032
5	-64.787.304	-62.800.154	-58.009.100
6	32.334.323	30.312.888	29.497.490
7	30.909.563	29.372.092	28.484.046
8	43.924.627	38.718.621	38.629.414
9	60.408.729	58.656.810	57.034.585

<b>10</b>	23.111.986	21.738.138	20.071.462
<b>11</b>	150.109.552	143.879.474	135.283.168
<b>12</b>	85.341.467	80.482.600	75.316.879
<b>13</b>	43.624.177	43.482.576	43.450.919
<b>14</b>	14.830.474	17.919.113	20.557.483

*Tabella 8: Il Debt on Equity ratio per ciascuna società a final set nel triennio 2013-2015*

<b>Società N°</b>	<b>D/E Ratio 2015</b>	<b>D/E Ratio 2014</b>	<b>D/E Ratio 2013</b>	<b>Media D/E Ratio (2013 - 2015)</b>	<b>Media Ponderata D/E Ratio (2013 - 2015)</b>
<b>1</b>	57,1%	19,3%	20,3%	32,2%	30,03%
<b>2</b>	426,8%	416,6%	405,1%	416,2%	416,29%
<b>3</b>	58,2%	124,0%	145,8%	109,3%	101,74%
<b>4</b>	278,8%	281,2%	290,0%	283,4%	282,98%
<b>5</b>	-148,3%	-153,5%	-163,8%	-155,2%	-154,92%
<b>6</b>	170,2%	189,5%	192,8%	184,1%	183,75%
<b>7</b>	372,7%	344,8%	326,2%	347,9%	348,57%
<b>8</b>	129,5%	162,0%	168,2%	153,2%	152,19%
<b>9</b>	35,9%	12,1%	6,6%	18,2%	18,49%
<b>10</b>	184,3%	206,2%	227,7%	206,0%	205,02%
<b>11</b>	100,6%	104,4%	114,7%	106,6%	106,33%
<b>12</b>	373,4%	383,0%	390,8%	382,4%	382,04%
<b>13</b>	188,9%	189,6%	181,2%	186,5%	186,54%
<b>14</b>	275,2%	222,1%	184,3%	227,2%	222,27%

In virtù dei dati sovraesposti, la seguente tabella presenta l'intervallo di libera concorrenza individuato dalle società considerate comparabili.

*Tabella 9: Range dei valori di Debt on Equity*

<b>Range di valori %</b>	<b>D/E Ratio 2015</b>	<b>D/E Ratio 2014</b>	<b>D/E Ratio 2013</b>	<b>Media</b>	<b>Media Ponderata</b>
<b>Massimo</b>	277,9%	266,5%	274,4%	269,3%	267,8%
<b>Mediana</b>	<b>177,2%</b>	<b>189,5%</b>	<b>182,7%</b>	<b>185,3%</b>	<b>185,1%</b>
<b>Minimo</b>	68,8%	109,3%	122,5%	107,3%	102,9%

Il *range* scaturito dall'analisi varia da un minimo di 102,9% ad un massimo di 267,8%, con una mediana del 185,1%. Il rapporto *Debt on Equity* di BCC4, pari al 168% (1.68), si posiziona perciò all'interno dell'intervallo di valori *arm's length* così individuato. Alla luce di quanto sopra, è perciò possibile concludere che la transazione in esame è rispettosa del principio *arm's length*.

Ciò permette di affermare che LUX Holding, nel costituire il veicolo, ha dotato quest'ultimo di un ammontare di debito ed *equity* in linea con quanto avrebbe fatto un'impresa indipendente, ragione per cui è scongiurato il rischio di riqualificazione del debito in apporto di capitale ad opera dell'Autorità Fiscale, con conseguente indeducibilità dei relativi interessi<sup>143</sup>, così come si era avuto modo di sottolineare nella sezione 2.4..

### **3.5. Creditworthiness analysis: il merito creditizio di BCC4.**

Anche la fase di analisi del merito creditizio prende avvio dai dati di bilancio presentati nella sezione precedente ed in Appendice 1, dato che il *tool* Riskcalc di Moody's fornisce il *credit rating* della società proprio sulla base di tali input<sup>144</sup>, come mostrato di seguito:

<sup>143</sup> Circ. n. 6 del 30 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Agenzia delle Entrate, Roma 2016.

<sup>144</sup> Ogni ammontare è riportato in migliaia di Euro.

Figura 7: L'analisi del merito creditizio

## Summary - Model Information

Country	Italy
Model	Italy 4.0
Firm Descriptor	Societ ABC
Industry Specification	SECTOR
Industry Definition	BUSINESS_SERVICES
EDF Mode	CCA

Statement Date	12 - 2015
Current Date	9 - 2016
Balance Sheet	
Liquid Funds	5348.523
Total Receivables due within 1 year	1455.369
Total Receivables due within 1 year (Previous Year)	1137.164
Current Assets	6803.892
Intangible Fixed Assets	43216.057
Total Assets	268423.162
Total Liabilities due within 1 year	6611.919
Shareholders Equity	100000
Income Statement	
Revenue	19565.275
Revenue (Previous Year)	18459.8
Depreciation of Tangible Fixed Assets	3043.387
Amortization of Intangible Fixed Assets	2404.837
Operating Profit	6144.735
Interest Expense	5140.463
Profit (Loss) after Taxation	-519.217

In tale sede, prima di riportare il risultato scaturito dall'analisi, giova sottolineare come il merito creditizio di una società possa, secondo Moody's, essere inquadrato in una delle seguenti categorie:

- Aaa;
- Aa;
- A;
- Baa;
- Ba;
- B;
- Caa;
- Ca;
- C.

La "tripla A" è il giudizio migliore che una data obbligazione possa ricevere, rappresentando un rischio di *default*/inadempienza pressoché nullo, viceversa "C" rappresenta il gradino più basso della scala, accompagnato da un rischio molto elevato.<sup>145</sup>La completa esposizione dei parametri di giudizio e classificazione utilizzati da Moody's (e vigenti anche per l'analisi oggetto della sezione) sono riportati nell'Appendice 4.

Per quanto riguarda il *credit rating* di BCC4, a seguito dell'analisi esso è risultato essere inquadrabile come "Baa", avente cioè un rischio di credito moderato, con caratteristiche lievemente speculative.

In particolare, si segnala come successivamente alla conclusione del processo di *Merger Leverage Buy-Out* la società BCC4 presenta un rischio di insolvenza, legato alla incapacità di adempiere alle proprie obbligazioni, dello 0,45% entro un anno dalla conclusione dello stesso. Qualora invece l'orizzonte temporale venga esteso fino a cinque anni, la cd. *Expected Default Frequency* sale fino al 3,47%.

Nella pagina seguente viene fornito il risultato dell'analisi effettuata su RiskCalc, a testimonianza di quanto appena enunciato.

---

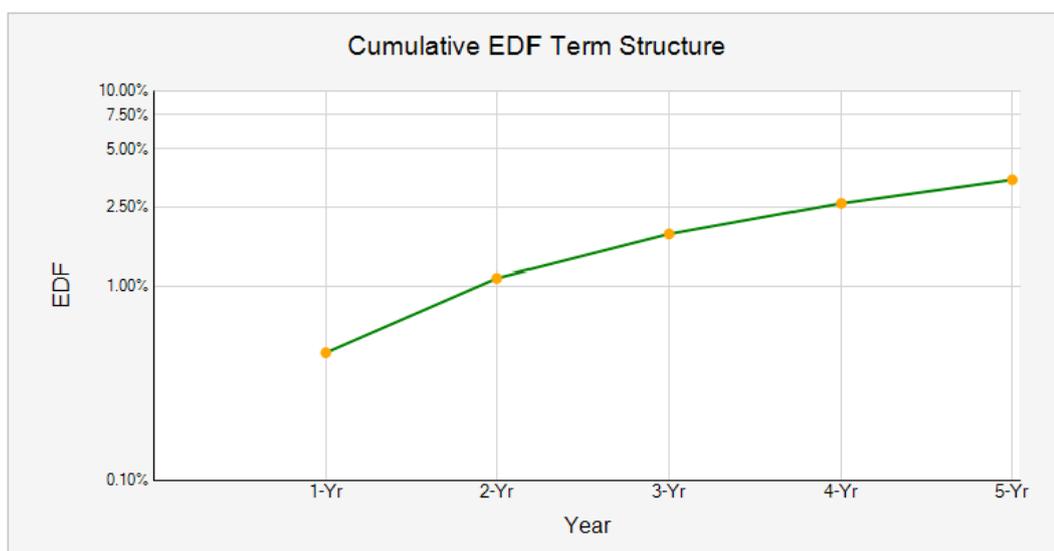
<sup>145</sup> Fonte: [www.moody.com](http://www.moody.com), "*Rating Scale and Definition*".

Figura 8: il merito creditizio di BCC4

EDF Results

	1-Year	5-Year
Expected Default Frequency (EDF)	0.45%	3.47%
Bond Default Rate Mapping	Baa3.edf	Baa3.edf
Percentile	8.49%	10.04%

	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
Cumulative	0.45%	1.09%	1.83%	2.62%	3.47%
Forward	0.45%	0.64%	0.74%	0.81%	0.87%
Annualized	0.45%	0.55%	0.61%	0.66%	0.70%



### 3.5.1. L'individuazione del tasso d'interesse *arm's length*

Una volta ottenuto il *credit rating* di BCC4, è necessario applicare una delle metodologie di *Transfer Pricing* delineate dalle *Guidelines*, già esposte durante la *Benchmark Analysis*, per individuare il tasso d'interesse *arm's length*.

Sempre per i motivi esposti in precedenza, il primo metodo preso in considerazione è stato quello del confronto del prezzo, con prospettiva interna. L'obiettivo è perciò quello di individuare transazione analoghe in circostanze comparabili che BCC4 ha intrapreso con controparti indipendenti. Tuttavia, essendo una società di nuova costituzione, non è stato possibile percorrere questa strada, finendo con l'escludere la possibilità di verificare il principio di libera concorrenza attraverso tale prospettiva. Tuttavia, verificando l'applicabilità del *Comparable Uncontrolled Price Method* con prospettiva esterna è stato notato come sia possibile giungere ad una conclusione *arm's length* utilizzando i tassi d'interesse applicati per transazione analoghe da imprese non associate in condizioni di comparabilità.

In tale caso, avendo identificato il metodo corretto per valutare la suddetta transazione, non si procede oltre con la valutazione degli altri metodi suggeriti dall'OCSE, come invece era stato fatto in sede di *Benchmark Analysis*, anche in virtù di quanto statuito proprio all'interno delle *Guidelines*, le quali riconoscono quanto di seguito riportato<sup>146</sup>:

*“Il principio di libera concorrenza non richiede l'applicazione di più di un metodo per una data transazione (o per una serie di transazioni aggregate in modo appropriato in base al modello di cui al paragrafo 3.9) e in effetti un eccessivo affidamento su tale approccio potrebbe generare un onere piuttosto rilevante per i contribuenti. Le presenti linee guida, perciò, non pretendono che l'ispettore tributario o il contribuente effettuino l'analisi sulla base di più metodi. Mentre in alcuni casi la scelta di un metodo può non essere immediata e più di un metodo potrebbe, inizialmente, essere preso in considerazione, in generale sarà possibile scegliere un solo metodo che sia atto a fornire la migliore stima del prezzo di libera concorrenza.”*

---

<sup>146</sup> Capitolo II, Paragrafo 2.12, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

Per identificare tali tassi d'interesse, e quindi il tasso *arm's length*, è stato utilizzato il terminale Bloomberg al fine di estrarre bond comparabili a quelli oggetto d'analisi. Il database è stato interrogato inserendo i criteri di ricerca riportati nella figura seguente, attraverso la funzione *Bond Search* (SRCH):

Figura 9: Ricerca di osservazioni comparabili

The screenshot shows the Bloomberg Fixed Income Search interface. The search is configured as follows:

- As of:** 09/01/2016
- EUR Yield Curve Real Estate BBB:** 1,503,646 securities
- 1. Select Universe:**
  - 1) Asset Classes: Corporates
  - 2) Sources: All Securities
- 2. Criteria:**

Field	Boundaries	Selected Criteria	Matches
31) Security Status	Include	Bonds: Active	274,683
32) And Moody's Rating	In the range	Baa1 – Baa3	
33) Or S&P Rating	In the range	BBB+ – BBB-	
34) Or Fitch Rating	In the range	BBB+ – BBB-	20,044
35) And BICS Classification	Include	(Real Estate)	704
36) And Currency	Include	(Euro Currency)	83
37) And Payment Rank	Include	(Sr Unsecured)	80
38) And Country of Risk	Include	(Europe or Vatican (Holy See) or United Kingdom ...)	68
39) And Maturity Type	Include	(Bullet)	36
40) And		Fields	

**36 securities** | Results

In particolare, sono stati ricercati tutti quei bond attivi che, in virtù di quanto risultante dalla sovraesposta *Creditworthiness Analysis*, presentano un *credit rating* simile a quello di BCC4, così come assegnato dalle tre maggiori agenzie di rating prese a riferimento (Moody's, Standard & Poor's e Fitch). Inoltre, si è limitata la ricerca a quei bond emessi nel settore Real Estate, la cui valuta di riferimento è rappresentata dall'Euro, classificabili come *Unsecured*, per cui non vi sia una postergazione rispetto agli altri debiti. Infine, l'analisi si è rivolta unicamente al territorio dell'Unione Europea.

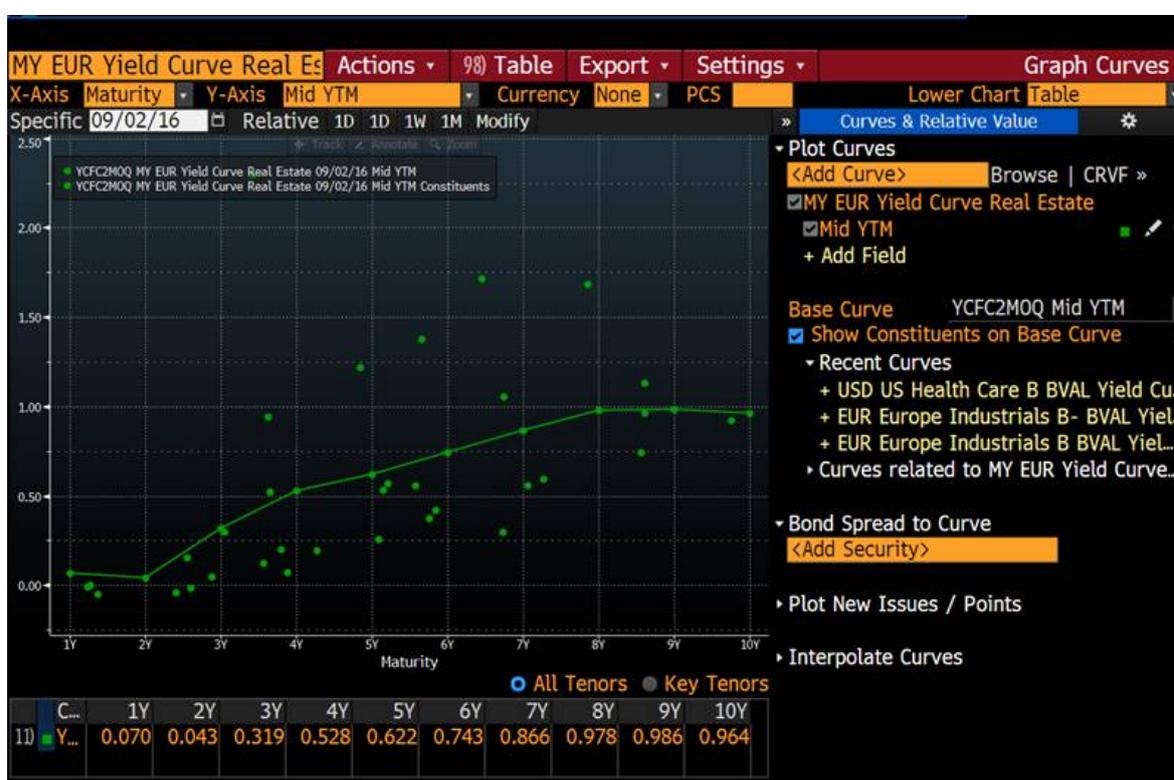
Come si può evincere dalla figura 9, il terminale Bloomberg, sulla base dei criteri appena esposti, ha permesso l'individuazione di 36 osservazioni comparabili aventi come controparti entità tra loro non associate.

### 3.5.2. Risultati derivanti dalla *Creditworthiness analysis*

Una volta individuate le 36 società, essendo come detto l'analisi svolta con il fine di individuare il tasso d'interesse da applicare al *loan*, attraverso la funzione *Curve Builder* di Bloomberg – che per le 36 osservazioni precedentemente individuate fornisce una curva correlata alla *maturity* ed al rendimento degli stessi – si è avuto modo di indicare a quanto dovrebbe ammontare il tasso di interesse praticato nella transazione, con un orizzonte a dieci anni.

La figura seguente mostra l'*output* della ricerca:

Figura 10: La curva delle 36 osservazioni ed il tasso *arm's length* a 10 anni



Giunti a tal punto, dato il *Debt on Equity ratio* che caratterizza l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*, nonché il *credit rating* della società che risulta dalla fusione per incorporazione delle tra *target company*, è possibile affermare che il tasso di interesse *arm's length*, presa coscienza delle caratteristiche del finanziamento e di quelle delle società comparabili, debba essere, con un orizzonte a dieci anni, prossimo allo 0,964%.

### 3.6. Gli esiti del caso

Fermo quanto sopra, dal punto di vista aziendale si è avuto modo di avere certezza riguardo a due aspetti di assoluto rilievo: *in primis*, il quantitativo di *shareholder loan* emesso nei confronti del veicolo, se rapportato con il quantitativo di *equity*, risulta essere rispettoso della normativa fiscale in vigore, mostrando perciò come la sostanza dell'operazione vada di pari passo con la forma della stessa, rendendo impossibile una riqualificazione del debito in apporto di capitale, che come conseguenza porterebbe alla indeducibilità degli interessi passivi connessi allo stesso oppure, per meglio dire, per quelli connessi alla parte oggetto di rivalutazione, dato che solo la porzione eccedente quella riconosciuta come finanziamento può essere oggetto di riqualifica.

*In secundis*, grazie all'analisi su Bloomberg, è stato possibile determinare con dettaglio il tasso di interesse che deve essere applicato al suddetto *loan*.

Concludendo, l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* si è perciò dimostrata economicamente percorribile, lecita nella sua sostanza e nella sua forma, essendo stata implementata senza andare ad alterare la libera concorrenza e quanto statuito dalle *best practice* nonché dalla legislazione vigente a livello nazionale ed internazionale.

## 4. CONCLUSIONI

L'obiettivo di tale elaborato, nella sua accezione più ampia, è quello di dimostrare come qualora una società decida di intraprendere una determinata operazione, di carattere straordinario o meno, sia necessario prendere in considerazione non unicamente gli aspetti strategici legati all'*actio* bensì anche quei risvolti fiscali che, seppur a prima vista risultino secondari rispetto alla profittabilità di una data operazione, coprono invero un ruolo di primaria ed egual importanza, andando ad incidere in maniera diretta su quest'ultima.

Difatti, un'errata previsione degli impatti fiscali legati ad un'operazione può trasformare la stessa da profittevole a non redditizia: basti pensare, a titolo di esempio, ad una riqualificazione totale dello *shareholder loan* (nel caso in esame), con conseguente perdita legata ai vantaggi perduti in ragione della non deducibilità degli interessi, per prendere coscienza di quanto un'operazione, seppur ineccepibile dal punto di vista strategico, possa poi rivelarsi non *value added*, con il rischio per un'entità, in *extrema ratio*, di ritrovarsi "ingabbiata" all'interno di un'operazione non più desiderata e profittevole (dato che difficilmente l'*exit* di un investimento avviene a strettissimo giro, soprattutto con riguardo all'operazione oggetto dell'elaborato).

Preposto che risulta impossibile sancire in questa sede se l'operazione di LUX Holding possa dirsi profittevole da un punto di vista strategico – trattandosi di un caso "virtuale", il quale pur attingendo a dati reali, risulta frutto di un disegno teorico finalizzato all'espletamento del presente elaborato – l'assunto che sta alla base del ragionamento seguito è quello per cui qualora i principi contabili, patrimoniali e finanziari ricalchino quelli seguiti nel libero mercato da imprese indipendenti, si possa sancire sia la fattibilità economica dell'operazione che il rispetto del principio *arm's length*, oltretutto la sua natura non elusiva dal punto di vista fiscale: difatti, ad esempio, un *Debt on Equity* eccessivamente sbilanciato rispetto a quello praticato da imprese non associate potrebbe far pensare che le società coinvolte nel rapporto infragruppo siano mosse unicamente dall'obiettivo di profittare di vantaggi fiscali connessi all'elevato indebitamento, sancendo così (indirettamente) una più che probabile non fattibilità dell'operazione connessa alla conseguenziale difficoltà nel ripianare le obbligazioni assunte (oltre alla natura elusiva della stessa).



## Bibliografia

### **CAPITOLO 1: MERGER LEVERAGE BUY-OUT**

AGENZIA DELLE ENTRATE, Circolare n. 6 del 30 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Roma 2016.

AGENZIA DELLE ENTRATE, Risoluzione n.116 del 24 ottobre 2006.

AGENZIA DELLE ENTRATE, Risoluzione n.143 del 10 aprile 2008.

ASSONIME, *La disciplina fiscale nelle operazioni di (merger) leveraged buy out*, 2016.

BERTINI, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli U.S.A.*

COLLANA PIERO PICCATTI, 28 agosto 2018, p. 1113-1222 - *'Manuali delle operazioni straordinarie - IV ed.'* - Enrico Zanetti.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n.118.

PINTO, *la fusione*, Roma 2017.

FILOGRANA, *Un falso precedente in tema di leveraged buy out*.

FRANCESCI, BONAVENTURA (a cura di), *Leveraged Buy-Out e Crisi d'impresa: profili economico aziendalistici*, Milano 2018.

GOMMELLINI, *Le operazioni di leveraged buy-out di fronte al diritto italiano delle società*, in Riv.dir.comm. 1989.

GRANDE STEVENS, *Fuori chi bara*, in *Espansione*, 1988.

KPMG INTERNATIONAL, *Alternatives for commercial debt financing*.

MARABINI, *I problemi sempre attuali del leveraged buy-out*, in *Dir.comm.inter.*,1996.

MONTALENTI, *Il Leveraged buy out*, Milano, 1991.

MOODY'S CORPORATION, US CMBS and CRE CDO: *Moody's Approach to Rating Commercial Real Estate Mezzanine Loans*, marzo 2007.

MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy out e management buy outs*, in AA. VV. *Fusioni concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990.

BRUNO, *Il leveraged buy out*, Luiss University Press, Roma 1993.

ONADO, *Il Sole 24 Ore*, 27 settembre 1992.

GAUGHAN, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, fourth edition*, New York 2007.

PICONE, *Il leveraged buy-out*.

SANNA, *Doppio test sulla vitalità economica in caso di fusione*, Eutekne, 12 luglio 2010.

ZAMBELLI, *Il leveraged Buy Out in Italia: controversie e casi aziendali; Profili istituzionali e finanziari prima e dopo la riforma del diritto societario*, Roma 2011.

PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out, l'art 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano 2007.

SHAD, *The Leveraging of America*, Wall Street Journal, 8 giugno 1984.

## **CAPITOLO 2: TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI TRANSFER PRICES**

AGENZIA DELLE ENTRATE, Circ. n. 58/E del 15 dicembre 2010, *Oneri documentali in materia di prezzi di trasferimento di cui alla disciplina prevista dall'art. 1, comma 2-ter del decreto legislativo 18 dicembre 1997, n. 471*.

AGENZIA DELLE ENTRATE Circ. n. 6 del 30 marzo 2016, *Chiarimenti in merito al trattamento fiscale delle "operazioni di acquisizione con indebitamento - La deducibilità degli interessi passivi ed il trattamento delle componenti reddituali destinate a soggetti localizzati in paesi esteri*, Roma 2016.

GAZZETTA UFFICIALE, D.L. 31 maggio 2010 n. 78, *Adeguamento alla direttive OCSE in materia di documentazione dei prezzi di trasferimento*.

D.P.R. 597 del 29 settembre 1973, *Istituzione e disciplina dell'imposta sul reddito delle persone fisiche*.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Obbligo di presentazione*, 23 febbraio 2017.

SIDGWICK, *The principles of Political Economy*, Londra 1883.

PILATI, *Le politiche dei prezzi di trasferimento; organizzazione e controllo nei quasi-mercati*, Milano 1998.

LINCIANO, Consob, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*.

OECD, *Action 13 Country-by-Country Reporting*.

OECD, *Action 8-10 Transfer Pricing*.

OECD, *Discussion Draft Financial transaction*, 3 luglio – 7 settembre 2018.

OECD, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, luglio 2017.

VALENTE, *Manuale del Transfer Pricing*, 2018.

## **CAPITOLO 3: STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING**

EUROSTAT, Metadata – *Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea, Rev2 (NACE Rev.2)*.

MOODY'S CORPORATION, *Rating scale and definition*.

## **Sitografia**

### **CAPITOLO 1: MERGER LEVERAGE BUY-OUT**

[www.assonime.it](http://www.assonime.it)

[www.eutenke.it](http://www.eutenke.it)

[www.foroitaliano.it](http://www.foroitaliano.it)

[www.luiss.learn.it](http://www.luiss.learn.it)

[www.utetgiuridica.it](http://www.utetgiuridica.it)

### **CAPITOLO 2: TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI TRANSFER PRICES**

[www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.esteri.it](http://www.esteri.it)

[www.finanze.it](http://www.finanze.it)

[www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

[www.mise.gov.it](http://www.mise.gov.it)

[www.oecd.com](http://www.oecd.com)

[www.senato.it](http://www.senato.it)

### **CAPITOLO 3: STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING**

[www.bvdinfo.com](http://www.bvdinfo.com)

[www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)

[www.global.factiva.com](http://www.global.factiva.com)

[www.moody.com](http://www.moody.com)

## **Ringraziamenti**

Solitamente, quando si giunge al momento in cui si desidera ringraziare chi, in un modo o nell'altro, ti ha aiutato a portare a termine un dato percorso, si ha sempre il timore di dimenticarsi di qualcuno. Invero, dubito che questo accada, avendo piena coscienza di chi non ha mancato di contribuire durante il mio percorso universitario e nella stesura di tale elaborato.

*In primis*, dirigo i miei ringraziamenti agli Ill.mi Professori Eugenio Pinto e Alessandro Mechelli, nonché al Professore Marco Leone ed alle Professoressa Francesca Parente e Martina Cerulli. Questi, oltre ad introdurmi con trasporto nella tematica delle Operazioni di Finanza Straordinaria, hanno contribuito sin dalle prime battute del presente lavoro, ad aiutarmi, consigliarmi, supportarmi, facendo sì che il risultato finale abbia ottenuto un contenuto di tutt'altro spessore rispetto a quello che avrei potuto proporre operando autonomamente.

Ringrazio poi i miei Genitori ed il mio Nonno, i quali standomi vicino senza mai opprimermi o superarmi, mi hanno accompagnato durante la mia carriera universitaria, fornendomi sempre la loro più sincera opinione, talvolta contrastante con la mia, spinta da un sentimento sincero e volta ad aiutarmi nelle scelte che fanno parte della vita di uno studente/lavoratore.

Un sincero "grazie" va poi agli amici e le amiche di Arezzo, Roma, San Sebastián e Milano (colleghi inclusi), che hanno reso più "leggero" tale percorso e con i quali ho condiviso le preoccupazioni e le soddisfazioni che esso porta con sé.

Ringrazio poi Emanuele, il quale mi ha trasmesso l'interesse e la passione per le tematiche relative ad i *Transfer Prices*, delle quali è uno dei maggiori conoscitori ed esperti che io conosca.

Infine, rimane una sola persona a cui non mi sono rivolto. Non perché meno importante, bensì tutto il contrario. La ringrazio perché è stata in passato, lo è adesso e lo sarà sempre, il mio esempio, il mio modello. La ringrazio perché è la Persona che più stimo e alla quale sono più indissolubilmente legato. Potrei dilungarmi all'infinito, ma non lo farò, perché Lei non lo farebbe. Quindi semplicemente grazie, Nonna Lia.



## Appendice 1 – Bilanci delle *target company* CC1, CC2, CC3

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	<b>CC1</b>	<b>CC2</b>	<b>CC3</b>
	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR
<b>Attivo</b>			
A. CREDITI VERSO SOCI	0	0	0
Quota di capitale richiamata	0	0	0
B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.	65.709.554	42.681.887	13.371.846
B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI	9.548.118	7.496.944	3.475.839
B.I.1. Costi impianto e ampl.	0	0	0
B.I.2. Costi ricerca e pubb.	0	0	0
B.I.3. Diritti brevetto ind.	0	0	0
B.I.4. Concessioni, licenze	6.200.408	4.488.344	1.344.302
B.I.5. Avviamento	3.079.405	2.254.328	1.713.822
B.I.6. Imm. in corso	0	0	0
B.I.7. Altre immobiliz. Immateriali	268.305	754.272	417.715
Fondo amm.to Immob. Immateriali	n.d.	5.382.838	1.695.623
B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI	56.160.436	35.183.943	9.895.007
B.II.1. Terreni e fabbricati	55.919.747	35.032.847	9.819.371
B.II.2. Impianti	131.771	69.968	26.388
B.II.3. Attrez. industriali	91.898	62.851	47.775
B.II.4. Altri beni	17.020	18.277	1.473
B.II.5. Imm. in corso/acconti	0	0	0
Fondo amm.to Immob. Materiali	n.d.	5.751.181	1.307.825
B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE	1.000	1.000	1.000
B.III.1. TOT Partecipazioni	1.000	1.000	1.000
B.III.1.a. Imprese controllate	0	0	0
B.III.1.b. Imprese collegate	0	0	0
B.III.1.c. Imprese controllanti	0	0	0
B.III.1.d. Altre imprese	1.000	1.000	1.000
B.III.2. TOT CREDITI Imm. Fin.	0	0	0
B.III.2.a. Cred. Vs Controllate entro	0	0	0
B.III.2.a. Cred. Vs Controllate oltre	0	0	0
B.III.2.b. Cred. Vs Collegate entro	0	0	0
B.III.2.b. Cred. Vs Collegate oltre	0	0	0
B.III.2.c. Cred. Vs Controllanti entro	0	0	0
B.III.2.c. Cred. Vs Controllanti oltre	0	0	0
B.III.2.d. Cred. Vs Altri entro	0	0	0
B.III.2.d. Cred. Vs Altri oltre	0	0	0
B.III. CREDITI FIN. A BREVE	0	0	0
B.III. CREDITI FIN. A OLTRE	0	0	0
B.III.3. Altri titoli	0	0	0
B.III.4. Azioni proprie	0	0	0
Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0

C. ATTIVO CIRCOLANTE	3.682.387	1.865.133	1.256.372
C.I. TOTALE RIMANENZE	0	0	0
C.I.1. Materie prime	0	0	0
C.I.2. Prodotti semilav. /in corso	0	0	0
C.I.3. Lavori in corso	0	0	0
C.I.4. Prodotti finiti	0	0	0
C.I.5. Acconti	0	0	0
C.II. TOTALE CREDITI	849.464	338.798	267.107
C.II.1. Cred. Vs Clienti entro	702.221	c.d.	c.d.
C.II.1. Cred. Vs Clienti oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.2. Cred. Vs Controllate entro	0	n.d.	n.d.
C.II.2. Cred. Vs Controllate oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.3. Cred. Vs Collegate entro	0	n.d.	n.d.
C.II.3. Cred. Vs Collegate oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.4. Cred. Vs Controllanti entro	0	n.d.	n.d.
C.II.4. Cred. Vs Controllanti oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.4.bis Cred. Tributari entro	147.243	n.d.	n.d.
C.II.4.bis Cred. Tributari oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.4.ter Cred. Per imposte anticipate entro	0	n.d.	n.d.
C.II.4.ter Cred. Per imposte anticipate oltre	0	n.d.	n.d.
C.II.5. Cred. Verso altri entro	0	n.d.	n.d.
C.II.5. Cred. Verso altri oltre	0	n.d.	n.d.
C.II. Crediti a breve	849.464	338.798	267.107
C.II. Crediti a oltre	0	0	0
C.III. TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0	0	0
C.III.1. Partec.ni in Controllate	0	0	0
C.III.2. Partec.ni in Collegate	0	0	0
C.III.3. Partec.ni in Controllanti	0	0	0
C.III.4. Altre Partec.ni	0	0	0
C.III.5. Azioni proprie	0	0	0
C.III.5. Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0
C.III.6. Altri titoli	0	0	0
C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE	2.832.923	1.526.335	989.265
C.IV.1. Depositi bancari	2.832.020	1.524.667	987.557
C.IV.2. Assegni	0	0	0
C.IV.3. Denaro in cassa	903	1.668	1.708
D. RATEI E RISCONTI	212	1	0
Disaggio su prestiti	0	n.d.	0
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>69.392.153</b>	<b>44.547.021</b>	<b>14.628.218</b>

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	<b>CC1</b>	<b>CC2</b>	<b>CC3</b>
	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR
<b>Passivo + Patrimonio Netto</b>			
A. TOTALE PATRIMONIO NETTO	2.333.477	5.886.225	1.924.528
A.I. Capitale sociale	10.000	10.000	10.000
A.II. Riserva da sovrapprezzo	469.579	8.345.442	2.516.772
A.III. Riserva di rivalutazione	59.401	0	0
A.IV. Riserva legale	0	0	0
A.V. Riserva statutaria	0	0	0
A.VI. Riserva azioni proprie	0	0	0
A.VII. Altre riserve	2.042.703	0	0
A. Riserva da cons. del Gruppo	n.d.	n.d.	n.d.
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	0	-2.230.687	-569.763
A.IX. Utile/perdita di esercizio	-248.206	-238.530	-32.481
TOTALE PATRIMONIO DEL GRUPPO	n.d.	n.d.	n.d.
Capitale e riserve di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.
Utile/perdita di es. di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.
TOTALE PATRIMONIO DI TERZI	n.d.	n.d.	n.d.
B. TOTALE FONDI RISCHI	72.612	34.713	12.960
B.1. Fondo di Quiescenza	0	0	0
B.2. Fondo Imposte anche differite	0	0	0
B.3. Altri Fondi	72.612	34.713	12.960
Fondo di Consolidamento	n.d.	n.d.	n.d.
C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	0	0	0
<b>Debiti</b>			
D. TOTALE DEBITI	66.509.392	38.626.083	12.690.730
D.1. Obblig.ni entro	0	n.d.	n.d.
D.1. Obblig.ni oltre	0	n.d.	n.d.
D.2. Obblig.ni convert. entro	0	n.d.	n.d.
D.2. Obblig.ni convert. oltre.	0	n.d.	n.d.
D.3. Soci per Finanziamenti entro	2.044.445	n.d.	n.d.
D.3. Soci per Finanziamenti oltre	6.261.582	n.d.	n.d.
D.4. Banche entro l'esercizio	80.821	n.d.	n.d.
D.4. Banche oltre l'esercizio	56.916.000	n.d.	n.d.
D.5. Altri finanziatori entro	0	n.d.	n.d.
D.5. Altri finanziatori oltre	0	n.d.	n.d.
D.6. Acconti entro	41.654	n.d.	n.d.
D.6. Acconti oltre	0	n.d.	n.d.
D.7. Fornitori entro	465.632	n.d.	n.d.
D.7. Fornitori oltre	0	n.d.	n.d.
D.8. Titoli di credito entro	0	n.d.	n.d.
D.8. Titoli di credito oltre	0	n.d.	n.d.
D.9. Imprese Controllate entro	0	n.d.	n.d.
D.9. Imprese Controllate oltre	0	n.d.	n.d.
D.10. Imprese Collegate entro	0	n.d.	n.d.
D.10. Imprese Collegate oltre	0	n.d.	n.d.

D.11. Controllanti entro	0	n.d.	n.d.
D.11. Controllanti oltre	0	n.d.	n.d.
D.12. Debiti Tributari entro	24.790	n.d.	n.d.
D.12. Debiti Tributari oltre	0	n.d.	n.d.
D.13. Istituti previdenza entro	0	n.d.	n.d.
D.13. Istituti previdenza oltre	0	n.d.	n.d.
D.14. Altri Debiti entro	674.468	n.d.	n.d.
D.14. Altri Debiti oltre	0	n.d.	n.d.
D. DEBITI A BREVE	3.331.810	2.484.387	795.722
D. DEBITI A OLTRE	63.177.582	36.141.696	11.895.008
Total debiti entro l'esercizio	3.331.810	2.484.387	795.722
Total debiti oltre l'esercizio	63.177.582	36.141.696	11.895.008
E. RATEI E RISCOINTI	476.672	0	0
Aggio sui prestiti	0	0	0
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>69.392.153</b>	<b>44.547.021</b>	<b>14.628.218</b>

<b>CONTO ECONOMICO</b>	<b>CC1</b>	<b>CC2</b>	<b>CC3</b>
	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2015 EUR
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	11.113.614	6.148.024	2.303.637
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	10.769.533	6.038.604	2.261.360
A.2. Var. rimanenze prodotti	0	0	0
A.3. Variazione lavori	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	0	0	0
A.4. Incrementi di immob.	0	0	0
A.5. Altri ricavi	344.081	109.420	42.277
Contributi in conto esercizio	0	0	0
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	7.629.923	4.160.463	1.630.154
B.6. Materie prime e consumo	32.931	15.448	11.413
B.7. Servizi	3.994.932	2.076.536	858.959
B.8. Godimento beni di terzi	0	0	0
B.9. Totale costi del personale	0	0	0
B.9.a. Salari e stipendi	0	0	0
B.9.b. Oneri sociali	0	0	0
B.9.c. Tratt. fine rapporto	0	0	0
B.9.d. Tratt. di quiescenza	0	0	0
B.9.e. Altri costi	0	0	0
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	0	0	0
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	3.066.710	1.790.261	669.350
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	1.172.511	847.847	384.479
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	1.816.102	942.414	284.871
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	0	0
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	2.988.613	1.790.261	669.350
B.10.d. Svalut. crediti	78.097	0	0
B.11. Variazione materie	0	0	0
B.12. Accantonamenti per rischi	0	0	0
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	535.350	278.218	90.432
RISULTATO OPERATIVO	3.483.691	1.987.561	673.483
Valore Aggiunto	6.550.401	3.777.822	1.342.833
C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-3.146.751	-1.475.398	-482.457
C.15. Tot. proventi da partecip. da imprese controllate/collegate	0 n.d.	0 n.d.	0 n.d.
C.16. TOT Altri Proventi	11.839	15.607	8.411
C.16.a. Da Crediti di cui da Contr/coll	0 n.d.	0 n.d.	0 n.d.
C.16.b. Da titoli iscr. imm.	0	0	0

C.16.c. Da titoli iscr. att.circol.	0	0	0
C.16.b+c. Proventi da Titoli	0	0	0
C.16.d. Proventi fin. Diversi	11.839	15.607	8.411
di cui da Contr/coll	n.d.	n.d.	n.d.
C.17. TOT Oneri finanziari	3.158.590	1.491.005	490.868
--> Oneri fin. di cui da Contr/coll	n.d.	n.d.	n.d.
C.17.bis Utili e perdite su cambi	0	0	0
D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.	0	0	0
D.18. TOT Rivalutazioni	0	0	0
D.18.a. Rivalut. di partec.	0	0	0
D.18.b. Rivalut. di altre imm. fin.	0	0	0
D.18.c. Rivalut. di titoli	0	0	0
D.19. TOT Svalutazioni	0	0	0
D.19.a. Svalut. di partec.	0	0	0
D.19.b. Svalut. di altre imm. fin.	0	0	0
D.19.c. Svalut. di titoli	0	0	0
E. TOTALE PROVENTI/ONERI STRAORDINARI	-5.710	7.636	-2.059
E.20. Proventi Straordinari	16.208	18.960	5.015
Plusvalenze	0	0	0
E.21. Oneri Straordinari	21.918	11.324	7.074
Minusvalenze	0	0	0
Imposte es. prec.	0	0	0
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	331.230	519.799	188.967
22. Totale Imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	579.436	758.329	221.448
22.a Imposte correnti	579.436	758.329	221.448
22.b Imposte differite e anticipate	0	0	0
23. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO	-248.206	-238.530	-32.481

## Appendice 2A – Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità Europea

The screenshot shows the Eurostat website interface. At the top, there is the Eurostat logo and the text 'RAMON - Reference And Management Of Nomenclatures'. Below this, the page title is 'METADATA' and the subtitle is 'Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea, Rev. 2 (NACE Rev. 2)'. The page contains a list of economic activities, each with a plus sign and a 'Detail' link. The activities listed are: A. AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA; B. ATTIVITÀ ESTRATTIVA; C. ATTIVITÀ MANIFATTURIERE; D. FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E AZIA CONDIZIONATA; E. FORNITURA DI ACQUA; RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI TRATTAMENTO DEI RIFIUTI E RISSANAMENTO; F. COSTRUZIONI; G. COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO; RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI; H. TRASPORTO E MAGAZZINAGGIO; I. SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE; J. SERVIZI DI INFORMAZIONE E COMUNICAZIONE; K. ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE; L. ATTIVITÀ IMMOBILIARI; M. ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE; N. ATTIVITÀ AMMINISTRATIVE E DI SERVIZI DI SUPPORTO; O. AMMINISTRAZIONE PUBBLICA E DIPESA; ASSICURAZIONE SOCIALE OBBLIGATORIA; P. ISTRUZIONE; Q. SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE; R. ATTIVITÀ ARTISTICHE, DI INTRATTENIMENTO E DI DIVERTIMENTO; S. ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI; T. ATTIVITÀ DI FAMIGLIE E CONVIVENZE COME DATORE DI LAVORO PER PERSONALE DOMESTICO; PRODUZIONE DI BENI E SERVIZI INDIFFERENZIATI PER USO PROPRIO DA PARTE DI FAMIGLIE E CONVIVENZE; U. ATTIVITÀ DI ORGANIZZAZIONI E ORGANISMI EXTRATERRITORIALI. The page also includes navigation links like 'Further files and information', 'Top of classification', and 'Show Code', and a 'Select language of the data' dropdown menu set to 'Italiano'.

## Appendice 2B – Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità Europea: L – Attività Immobiliari

The screenshot shows the Eurostat website interface, similar to the previous one, but with the 'L. ATTIVITÀ IMMOBILIARI' section expanded. The sub-entries are: 68.1 Compravendita di beni immobili effettuata su beni propri; 68.2 Affitto e gestione di beni immobili propri o in locazione; 68.3 Attività immobiliari per conto terzi. The page also includes navigation links and a 'Select language of the data' dropdown menu set to 'Italiano'.

### Appendice 3 – Criteri utilizzati per l’ottenimento del set iniziale di società comparabili

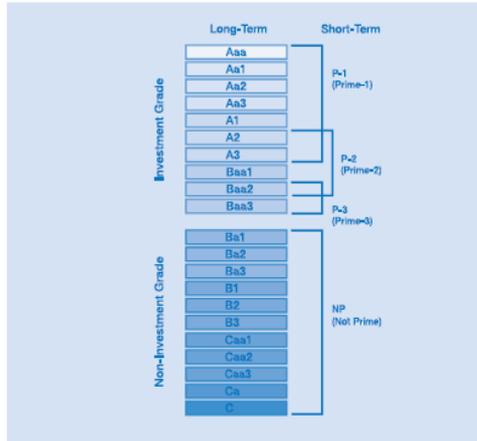
1.	NACE Rev. 2 (Primary codes only): 682 - Renting and operating of own or leased real estate	294,296
2.	World region/Country/Region in country: European Union [28]	3,910,131
3.	Status: Active	13,425,120
4.	Operating revenue (Turnover) (th EUR): 2015, 2014, 2013, for all the selected periods, min=5,000, exclusion of companies with no recent financial data and Public authorities/States/Governments	555,640
5.	Subsidiaries with shareholders by profile: of one of the following types: Corporate companies, Public authorities, States, Governments, owning between 50.01% and 100%	1,318,405
6.	Shareholders with subsidiaries by profile: of one of the following types: Corporate companies, owned between 50.01% and 100%	1,341,948
7.	Year of incorporation: on and after 2009	4,285,731
8.	Consolidation code: C1 (companies with consolidated accounts only), NRF (No recent financial), LF (Limited financial), NRLF (No recent limited financial), NF (No financial variables at all)	12,436,374
9.	Category of companies: Very large companies, Large companies	2,214,753
10.	Standardised legal form: Non profit organisations, Branches, Public authorities	1,411,513
Criteri di inclusione/esclusione : 1 And 2 And 3 And 4 And 9 And Not (5 Or 6 Or 7 Or 8 Or 10)		
<b>Set Iniziale di Società Comparabili</b>		<b>734</b>

# Appendice 4 – Moody's: "Rating Scale and Definitions"

## Rating Scale and Definitions

### Moody's Rating Scale

The following is a ranking (from highest to lowest) of Moody's long-term and short-term categories. The indicated relationship between long-term and short-term ratings is approximate and may not necessarily apply in all situations.



### Moody's Short-Term Rating Definitions

Moody's short-term ratings, unlike our long-term ratings, apply to an individual issuer's capacity to repay all short-term obligations rather than to specific short-term borrowing programs. Once assigned to an issuer, a short-term rating is global in scope; it applies to all the issuer's senior, unsecured obligations with an original maturity of less than one year regardless of the currency or market in which the obligations are issued. An exception to the global nature of these ratings occurs if an issuer's rating is supported by another entity through vehicles such as a letter of credit or guarantee.

Moody's employs the following designations, all judged to be investment grade, to indicate the relative repayment ability of rated issuers:

- P-1** Issuers (or supporting institutions) rated Prime-1 have a superior ability to repay short-term debt obligations.
- P-2** Issuers (or supporting institutions) rated Prime-2 have a strong ability to repay short-term debt obligations.
- P-3** Issuers (or supporting institutions) rated Prime-3 have an acceptable ability to repay short-term obligations.
- NP** Issuers (or supporting institutions) rated Not Prime do not fall within any of the Prime rating categories.

### Moody's Long-Term Rating Definitions

Moody's long-term obligation ratings are opinions of the relative credit risk of fixed-income obligations with an original maturity of one year or more. They address the possibility that a financial obligation will not be honored as promised. Such ratings reflect both the likelihood of default and any financial loss suffered in the event of default.

- Aaa** Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, with minimal risk.
- Aa** Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
- A** Obligations rated A are considered upper-medium-grade and are subject to low credit risk.
- Baa** Obligations rated Baa are subject to moderate credit risk. They are considered medium-grade and as such may possess speculative characteristics.
- Ba** Obligations rated Ba are judged to have speculative elements and are subject to substantial credit risk.
- B** Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
- Caa** Obligations rated Caa are judged to be of poor standing and are subject to very high credit risk.
- Ca** Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery in principal and interest.
- C** Obligations rated C are the lowest-rated class of bonds and are typically in default, with little prospect for recovery of principal and interest.

Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category.

### Bank Financial Strength Rating Definitions

- A** Banks rated A possess superior intrinsic financial strength. Typically, they will be institutions with highly valuable and defensible business franchises, strong financial fundamentals, and a very predictable, stable operating environment.
- B** Banks rated B possess strong intrinsic financial strength. Typically, they will be institutions with valuable and defensible business franchises, good financial fundamentals, and a predictable and stable operating environment.
- C** Banks rated C possess adequate intrinsic financial strength. Typically, they will be institutions with more limited but still valuable business franchises. These banks will display either acceptable financial fundamentals within a predictable and stable operating environment, or good financial fundamentals within a less predictable and stable operating environment.
- D** Banks rated D display modest intrinsic financial strength, potentially requiring some outside support at times. Such institutions may be limited by one or more of the following factors: a weak business franchise; financial fundamentals that are deficient in one or more respects; or an unpredictable and unstable operating environment.
- E** Banks rated E display very modest intrinsic financial strength, with a high likelihood of periodic outside support or an eventual need for outside assistance. Such institutions may be limited by one or more of the following factors: a weak and limited business franchise; financial fundamentals that are materially deficient in one or more respects; or a highly unpredictable or unstable operating environment.

## RIASSUNTO

# “Impatti di Transfer Pricing nel (Merger) Leverage Buy-Out: un caso pratico di strutturazione dell’operazione”

### Introduzione

Tale elaborato si pone l’obiettivo di mostrare empiricamente i risvolti che presenta, dal punto di vista dei *transfer prices*, l’operazione di carattere straordinario comunemente nota con il nome di *Merger Leverage Buy-Out*.

Con tale nomenclatura si vuole inquadrare quella particolare operazione finanziaria finalizzata all’acquisto di una o più società (o di un ramo aziendale) mediante il ricorso a capitali di prestito forniti da istituti di credito e/o da società finanziarie specializzate che verranno, terminata l’operazione, garantiti e successivamente rimborsati mediante gli utili prodotti dalla società acquisita (ed incorporata) ovvero tramite la cessione di alcuni o tutti i cespiti aziendali della stessa.<sup>147</sup>

Nella formula classica del *Merger Leverage Buy-Out* sopra delineata, pur essendovi numerosi rilievi fiscali, non vi sono impatti di *Transfer Pricing*, che sorgono invece qualora il finanziamento avvenga mediante dinamiche *intercompany* anziché transitare direttamente da un soggetto terzo in direzione della società veicolo.

### **1. MERGER LEVERAGE BUY-OUT**

L’istituto del *(Merger) Leverage Buy-Out* gode attualmente di unanime riconoscimento sia dal punto di vista giuridico-legislativo che in ottica applicativa, pur avendo dovuto attendere per decenni prima di veder riconosciuta dal Legislatore nostrano la sua liceità. Difatti l’operazione, nata negli Stati Uniti, è stata per molti anni al centro di numerosi dibattiti riguardanti la sua legittimità, sia dal lato della Dottrina che da quello prettamente economico/finanziario, alimentati sempre di più dalla mancanza di una regolamentazione diretta che la riguardasse.

Tale vuoto normativo ha permesso che numerose transazioni elusive si celassero dietro operazioni (o presunte tali) di *Merger Leverage Buy-Out*, indi per cui il Legislatore ha avvertito la necessità di disciplinare la materia con una norma *ad-*

---

<sup>147</sup> N.A. Bruno, *Il leveraged buy out*, Luiss University Press, Roma 1993, p.15.

*hoc*, che a seguito della riforma del diritto societario (2003) è rinvenibile nel novellato articolo 2501-*bis* Cod.Civ. dedicato alla “**Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento**”, grazie al quale è stata sancita la piena cittadinanza giuridica dell’istituto nel tessuto normativo italiano.

Come si desume dalla lettera del Legislatore, il distinguo che intercorre tra una normale operazione di acquisizione ed una riconducibile all’alveo del (*Merger*) *Leverage Buy-Out* è l’alto grado di indebitamento che viene utilizzato per ultimare l’acquisizione stessa, prodromico al *debt-push-down* che la società veicolo attuerà nei confronti della *target*, una volta ottenutone il controllo.

Un *Merger Leverage Buy-Out* presenta un grado di complessità difficilmente riscontrabile in altre operazioni di ristrutturazione aziendale, unendo al suo interno ben due operazioni straordinarie, quali l’acquisizione e la fusione, con quest’ultima che può essere sia diretta che *reverse*, a seconda che sia lo *Special Purpose Vehicle* ad incorporare al suo interno la *target company* o viceversa.

Prescindendo dalle varianti che talvolta hanno avuto luogo e con la consapevolezza che ogni operazione richiede un proprio iter specifico, è possibile identificare un procedimento “standard” di *Merger Leverage Buy-Out*, che si articola nelle seguenti fasi:

- I. Individuazione della *target company* (nel seguito anche *target group*, *bersaglio* o *società bersaglio*);
- II. Negoziazione di **accordi preliminari**;
- III. Costituzione dello *Special Purpose Vehicle* (di seguito anche *NewCo*);
- IV. **Procedura di acquisto** nei confronti della *target company* per mano del veicolo;
- V. **Fusione per incorporazione tra lo *Special Purpose Vehicle* e la *target company*.**

Nonostante sia pacifico quanto tutti gli interpreti di un *Merger Leverage Buy-Out* siano indispensabili per una buona, lecita e profittevole riuscita dell’operazione è evidente come una delle figure di maggiore importanza sia rappresentata dalla società bersaglio. Questa è spesso identificabile nelle divisioni “non chiave” di grandi gruppi aziendali ovvero di società che versano in difficoltà economiche pur

presentando allo stesso tempo margini di miglioramento significativi in ottica futura, ovvero in quelle società facenti parte di un mercato estremamente frammentato, che ben si presta ad una successiva aggregazione. Tuttavia, in maniera preponderante si tratta di entità che presentano una struttura solida, ormai sedimentate nel mercato di competenza e con margini di crescita futuri di entità rilevante.

L'altro *player* che insieme alla società bersaglio ricopre un ruolo preponderante è lo *Special Purpose Vehicle*; invero questo è il soggetto più operativo dell'intero processo essendo quello che dapprima procede all'acquisizione delle azioni/quote della *target company* e dappoi effettua la fusione per incorporazione della stessa (ovvero viene incorporato in caso di *Reverse Merger Leverage Buy-Out*).

A prescindere da come si vada a concludere l'intero procedimento, lo *Special Purpose Vehicle* è, nella quasi totalità dei casi, una società di nuova costituzione la cui unica finalità è proprio l'ottenimento della totalità (o di una maggioranza che ne consenta comunque il controllo) delle azioni (o quote) della *target company*, tanto che solitamente è sprovvista di una vera e propria struttura operativa. Per quanto sia impossibile stabilire una regola generale di formazione della struttura patrimoniale del veicolo, (che varia in virtù di numerosi variabili tra cui il tipo di *Leverage Buy-Out* che si intende implementare, la normativa vigente, il valore della società *target*, la presenza di altri soggetti interessati alla medesima società, etc.) di norma questa si compone in misura minoritaria di *equity* ed in parte preponderante di debito, con un *Debt on Equity ratio* molto sbilanciato, andando il capitale apportato raramente a superare la soglia del 40% della totalità delle fonti della società.

In conclusione del capitolo, giova segnalare una volta di più come l'operazione fin qui esposta non vada ad intrecciarsi con le tematiche relative ad i *transfer prices*, non prefigurandosi nel "caso di scuola" del *Merger Leverage Buy-Out* una forma di operazione infragruppo. Invero però, spesso il finanziatore non destina il finanziamento direttamente alla *NewCo*, bensì alla società (di seguito *holding*, capogruppo, *parent company*) che l'ha costituita, la quale in un secondo momento, attraverso quello che viene definito *shareholder loan*, destina il finanziamento al veicolo.

## **2. TEMATICHE FISCALI: FOCUS SUI TRANSFER PRICES**

Per prezzo di trasferimento si intende, in prima approssimazione, il valore contabilizzato nella misurazione dei risultati delle singole unità aziendali per l'impiego di risorse ottenute da altre unità dell'azienda<sup>148</sup>.

Il tema del *Transfer Pricing* in Italia è regolamentato dal c.7 art. 110 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (nel seguito TUIR), il quale statuisce quanto di seguito:

*"I componenti del reddito derivanti da operazioni con società non residenti nel territorio dello Stato, che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa, sono determinati con riferimento alle condizioni e ai prezzi che sarebbero stati pattuiti tra soggetti indipendenti operanti in condizioni di libera concorrenza e in circostanze comparabili, se ne deriva un aumento del reddito. (...)"*

Oltre alla disposizione del Codice Civile, in virtù di quanto disposto dal Decreto Ministeriale del 14 maggio 2018, le tematiche di *Transfer Pricing* sono disciplinate anche dalle "*Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*", redatte nella loro versione più aggiornata dall'Organismo per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (di seguito OCSE o *OECD*) nel luglio 2017. Ed è proprio in virtù di quanto statuito in queste ultime che il Legislatore italiano ha introdotto nell'ordinamento l'*arm's length principle* (i.e. principio di libera concorrenza) sul quale poggia l'intera architettura delle tematiche relative ai prezzi di trasferimento. Tale principio, alla luce di quanto disposto all'art.9 del Modello di Convenzione Fiscale OCSE (riprodotto all'interno delle or ora menzionate Linee Guida), statuisce quanto di seguito:

*"(Allorché) le due imprese (associate), nelle loro relazioni commerciali o finanziarie, sono vincolate da condizioni accettate o imposte, diverse da quelle che sarebbero state convenute tra imprese indipendenti, gli utili che, in mancanza di tali condizioni, sarebbero stati realizzati da una delle*

---

<sup>148</sup> M. Pilati, *Le politiche dei prezzi di trasferimento; organizzazione e controllo nei quasi-mercati*, Milano 1998.

*imprese, ma che, a causa di dette condizioni, non lo sono stati, possono essere inclusi negli utili di questa impresa e tassati in conseguenza.*<sup>149</sup>

Per verificare se una data transazione è rispettosa dell'*arm's length principle*, le Linee Guida individuano cinque metodi: tre tradizionali, basati sui margini lordi della transazione, e due alternativi, che viceversa hanno per oggetto i margini netti della stessa. Essi sono:

- *Comparable Uncontrolled Price Method*
- *Resale Price Method*
- *Cost Plus Method*; per quanto riguarda il primo gruppo, e:
- *Transactional Net Margin Method*;
- *Transactional Profit Split Method*, per il secondo.

Tuttavia, per poter applicare correttamente uno dei summenzionati, è necessario che in precedenza sia stata sviluppata la fase cd. "Analisi di Comparabilità". Essa richiede di esaminare due termini: *"the controlled transaction under review and the uncontrolled transactions that are regarded as potential comparable"*<sup>150</sup>. Ciò implica di identificare le relazioni commerciali e finanziarie, nonché le circostanze economiche che intercorrono tra le imprese associate, per poi metterle a confronto con quelle rinvenibili in transazioni comparabili portate a termine da parti tra loro indipendenti.

Altra fonte di primaria rilevanza in termini di *Transfer Pricing*, soprattutto nell'ottica di un *Merger Leverage Buy-Out*, è il progetto *Base Erosion and Profit Shifting*<sup>151</sup> (nel seguito anche BEPS) ideato congiuntamente dall'OCSE e dal G20, dal quale deriva il *Discussion Draft "BEPS Action 8-10, Financial Transactions"* atto a delineare, in virtù di quanto disposto nelle Linee Guida, gli aspetti marcatamente finanziari delle operazioni infragruppo. Tale documento riconosce come una società indipendente abbia un *Debt on Equity ratio* scaturente da varie circostanze economiche dettate dalle logiche di mercato, a differenza di quanto avviene all'interno di un gruppo

---

<sup>149</sup>Capitolo I, paragrafo 1.6, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

<sup>150</sup> Capitolo III, paragrafo 3.1, *OECD Guidelines*, luglio 2017.

<sup>151</sup> Il senato della Repubblica Italiano nel proprio sito web ([www.senato.it](http://www.senato.it)), attraverso una "nota breve" definisce il progetto BEPS *"l'insieme di strategie di natura fiscale che talune imprese pongono in essere per erodere la base imponibile (base erosion) e dunque sottrarre imposte al fisco. La traslazione dei profitti (profit shifting) da paesi ad alta imposizione a paesi a tassazione nulla o ridotta è, di fatto, essa stessa una strategia che conduce all'erosione della base imponibile."*

multinazionale, dove la conformazione di debito ed *equity* presente in alcune società dello stesso può essere slegata dalle dinamiche di cui sopra, in virtù delle finalità del gruppo stesso. Altro aspetto su cui il *paper* dell'OCSE focalizza la sua attenzione riguarda la cd. *Creditworthiness analysis* (anche analisi del metodo creditizio, oggetto di trattazione pratica nel terzo capitolo dell'elaborato), attraverso la quale un'impresa indipendente opera un assessment relativo alla capacità creditizia del beneficiario, al fine di determinare, analizzare e valutare i rischi (e la loro gestione) legati alla possibilità che il *borrower* risulti inadempiente.

Infine, grande rilievo è assunto dalla Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.6 del 30 marzo 2016, la quale sottolinea come la disciplina del *Merger Leverage Buy-Out* vada ad intrecciarsi con quella relativa ad i *transfer prices* nel momento in cui vi sia l'interposizione, tra il soggetto erogante il finanziamento e la società veicolo, dell'entità che ha proceduto alla costituzione di quest'ultimo; difatti il paragrafo 7.10 delle *OECD Guide Lines* statuisce quanto segue:

*“Se una società madre raccoglie fondi per conto di un altro membro del gruppo il quale a sua volta li utilizza per acquisire una nuova società, si dovrebbe considerare la casa madre come fornitrice di un servizio al membro del gruppo”*

Inoltre, l'Agenzia presta la propria attenzione anche a quei finanziamenti provenienti da entità facenti parte del gruppo non residenti fiscalmente in Italia, che prendono il nome di *shareholder loan*, sui quali maturano interessi passivi, risultando in estrema sintesi soggiacenti sia alle regole in tema di deducibilità che a quelle di *Transfer Pricing*.

Al riguardo, la Circolare, elenca tre clausole che qualora siano presenti in un contratto di *shareholder loan* fanno denotare come la forma (operazione di finanziamento) non abbia nulla a che vedere con la sostanza dei fatti:

- I. Il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi è rinviato ad una data futura, successiva a quella in cui avverrà il rimborso ed il pagamento integrale del capitale e degli interessi dovuti a terzi finanziatori.

- II. Gli indici finanziari, che definiscono le condizioni di *default*, non comprendono nella definizione di debito ed in quella di interessi il debito per finanziamento soci e gli interessi per finanziamento soci;
- III. Il rimborso della quota capitale e degli interessi sono disciplinati dalle medesime norme che trattano la distribuzione dei dividendi, le riduzioni di capitale e le riserve di capitale.

Tali fattispecie, insieme ad altri indici che obiettivamente dimostrino un disallineamento della forma rispetto alla sostanza della transazione, fanno sì che lo *shareholder loan* venga riqualificato, a fini fiscali, come un apporto di capitale, sancendo così l'indeducibilità dei relativi interessi passivi<sup>152</sup>.

### **3. STRUTTURAZIONE DI UN MERGER LEVERAGE BUY-OUT: UN'ANALISI DI CONGRUITA' IN OTTICA DI TRANSFER PRICING**

La terza parte dell'elaborato si incentra sulla rappresentazione di un *Merger Leverage Buy-Out* "virtuale", al fine di verificare la *congruità* dell'operazione e la sua natura *arm's length* da un punto di vista aziendale (*i.e.* quella di chi effettua l'operazione ed è chiamato a rispettare i principi summenzionati); infatti, il fine ultimo dell'analisi sarà quello di dimostrare che il rapporto tra debito ed *equity* con cui è stato finanziato il veicolo non porterà ad una riqualificazione dello *shareholder loan* ad opera dell'Autorità Fiscale, ed *in secundis* quello di individuare un tasso d'interesse coerente con il finanziamento (ed il merito di credito) stesso e quindi rispettoso di quanto statuito all'interno delle *OECD Guidelines*.

La Holding che sta a capo dell'intero procedimento è una società residente fiscalmente in Lussemburgo (residenza di fantasia) operante nel settore Real Estate, il cui *core business* è rappresentato dalla concessione in locazione degli immobili di cui è proprietaria. Tale Società, nel seguito chiamata **LUX Holding**, una volta ricevuto un finanziamento bancario<sup>153</sup>, intende acquistare il controllo totalitario di

---

<sup>152</sup> La Circolare segnala come questo non sia l'unico beneficio che viene meno in seguito alla riqualificazione fiscale di cui sopra, essendo necessario operare le opportune modifiche anche ad altri regimi di favore (ad esempio l'agevolazione ACE).

<sup>153</sup> Giova precisare fin da subito che la scelta di far transitare il finanziamento dalla banca alla Holding per poi in un secondo momento farlo giungere sino allo *Special Purpose Vehicle*, creando il rilievo di *Transfer Pricing* essendo questa una prestazione infragruppo, potrebbe portare ad una diversa implementazione della *Benchmark Analysis* effettuata nel seguito. Invero, il finanziamento bancario potrebbe suggerire l'utilizzo di CUP esterno per valutare il rapporto *Debt on Equity*, ipotesi scartata nel caso in esame in quanto:

- *In primis*, sarebbe stato molto difficoltoso reperire tali dati;

tre centri commerciali ubicati in Italia, che nel proseguo prendono il nome di **CC1**, **CC2** e **CC3**.

A tal fine costituisce uno *Special Purpose Vehicle*, il cui unico scopo è appunto quello di procedere all'acquisto dei sopracitati per poi concludere l'operazione attraverso una fusione per incorporazione *forward* degli stessi: il veicolo nel seguito è chiamato **BOX1**. Quest'ultimo è totalmente sprovvisto di qualsivoglia *asset*, antecedentemente al *merger* con i tre CC, ragion per cui la verifica del suo *Debt on Equity ratio* non verrà effettuata fintanto che l'operazione risulti conclusa: in tal senso, una volta giunti al termine della stessa ed ottenuto perciò il possesso dei dati della società risultante dalla fusione – nel seguito **BCC4** – si è proceduto ad una serie di *screening*, automatici, quantitativi e qualitativi, al fine di mettere a confronto il *Debt on Equity* scaturente dall'operazione e quello rinvenibile in società comparabili non associate alle entità di cui sopra.

Questa è però solamente una delle fasi intraprese per giungere a statuire se la transazione sia profittevole da un punto di vista strategico/finanziario oltreché rispettosa del principio *arm's length*. L'analisi della presente sezione, si è difatti articolata nelle seguenti:

1. Costituzione del veicolo BOX1, finanziato mediante **equity (100.000.000 Euro)** e debito, nella forma dello **shareholder loan (50.000.000 Euro)**, con **scadenza a 10 anni**, di cui andrà individuato l'appropriato tasso di interesse da applicare;
2. **Ottenimento di bilanci pubblici** di società italiane che potessero "ricoprire il ruolo" di CC1, CC2 e CC3;
3. Consolidamento dei tre sopracitati, con **ottenimento di un bilancio "consolidato"**, a cui poi è stato aggiunto quello di BOX1, dando vita a BCC4. Tale fase ha consentito di stabilire la composizione finale di debito ed *equity* facente capo a BCC4, da cui si è potuto calcolare il *Debt on Equity ratio*.

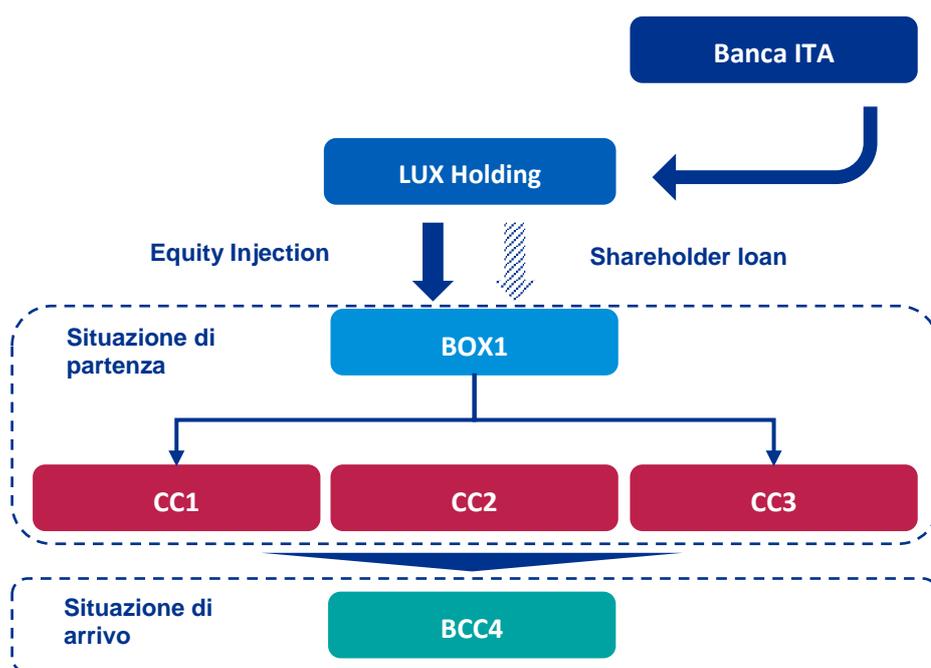
---

- *In secundis*, sarebbero stati comunque necessari molteplici aggiustamenti per rendere l'analisi *affidabile* dal lato dei risultati ottenibili.

4. Svolgimento di una **Benchmark Analysis**, attraverso la quale si giunge ad una valutazione del rapporto *Debt on Equity* che caratterizza l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*.
5. Si è poi proceduto con l'identificazione del merito creditizio di BCC4 (**Creditworthiness analysis**), ottenuta attraverso la piattaforma Riskcalc edita dall'Agenzia di Rating Moody's.
6. In virtù di quanto ottenuto con Riskcalc (ossia il merito creditizio di BCC4), è stato poi individuato, mediante il terminale Bloomberg, un campione di osservazioni comparabili a BCC4, attraverso le quali si è poi giunti ad **individuare il tasso di interesse *arm's length* da applicare a BCC4**.

La figura seguente riassume quanto sopra.

*Figura 1: Strutturazione dell'operazione*



Una volta che BOX1 conclude l'acquisizione delle tre *target company*, procede alla fusione per incorporazione delle stesse, andando a formare BCC4, la cui situazione contabile (semplificata) è così riassumibile:

Tabella 1: Situazione patrimoniale/finanziaria di BCC4

	Attivo	Passivo + PN	
Attivo (CC1+CC2+CC3)	128.567.392,00	118.423.162,00	Passivo (CC1+CC2+CC3)
Fair Value Imm.	117.160.614,00	50.000.000,00	Shareholder Loan
Avviamento	22.695.156,00	100.000.000,00	Equity Injection
<b>Totale</b>	<b>268.423.162,00</b>	<b>268.423.162,00</b>	

Una volta concluso il processo di *Merger Leverage Buy-Out* è perciò possibile determinare il *Debt on Equity ratio* che è ottenuto dal rapporto tra:

- Il passivo, composto dai debiti a breve e lungo termine originari delle tre *target company* a cui va ad aggiungersi l'importo dello *shareholder loan*, per un totale di 168.423.162,00 Euro;
- E a parte di *equity* composta, successivamente alla fusione, unicamente dall'*equity injection* effettuata dalla società Madre, per un totale di 100.000.000 Euro.

Il *Debt on Equity ratio* risultante è perciò pari ad 1.68 (168%), valore di cui si verifica l'attinenza al principio *arm's length*, attraverso la *Benchmark Analysis*, a sua volta articolata in quattro stadi, consequenziali ed interconnessi tra loro:

1. Applicazione di criteri esclusivi/inclusivi nella piattaforma Orbis
2. *Screening* quantitativi;
3. *Screening* qualitativi;
4. Calcolo del *Debt on Equity ratio* del set finale di società comparabili, con ottenimento del rapporto *arm's length*.

### ***Debt on Equity ratio: Benchmark Analysis***

Lo scopo della ricerca di società comparabili - **attive nel settore Real Estate e prevalentemente operanti quali locatori di immobili** – è quello di identificare un intervallo di libera concorrenza di *Debt on Equity ratio*, atto a dimostrare come la transazione *intercompany*, e quindi l'intero *Merger Leverage Buy-Out* oggetto del

caso, rispetti il summenzionato principio *arm's length*. E' stato quindi necessario ricercare dati pubblicamente disponibili e concernenti società potenzialmente comparabili a BCC4 in termini di funzioni, rischi e mercato di riferimento, in linea con quanto disposto dalle *OECD Guidelines*.

Sono stati poi applicati sei screening quantitativi, illustrati nel prospetto seguente.

<b>Screening Quantitativi</b>			
		<b>Società escluse</b>	<b>Società residue</b>
1	Partnership, Cooperative e Consorzi	304	430
2	Turnover ed EBIT non disponibili in ogni anno del triennio 2013-2015	0	430
3	Media Turnover (2013-2015) inferiore a 10 Milioni di Euro	182	248
4	Media COGS (2013-2015) / Media Turnover (2013-2015) > 5%	95	153
5	Media Immobilizzazioni Materiali (2013-2015) / Media Totale Immobilizzazioni (2013-2015) < 70%	50	103
6	Dati non disponibili per <i>screening</i> precedenti	4	99
Società comparabili che passano alla fase di <i>Screening</i> Qualitativi			<b>99</b>

Questi hanno permesso di operare una "scrematura", eliminando tutte quelle società che non presentano dati finanziari in linea con quelli di BCC4.

Con riguardo alle 99 società residue da tale step si pone adesso il problema di individuare quelle che presentano un maggiore grado di comparabilità con la sopracitata, operando tre ulteriori *screening*, i quali hanno portato all'eliminazione di 85 società consentendo di giungere ad un *final set* composto da 14 entità.

Il prospetto di cui sotto riassume quanto appena esposto.

<b>Screening Qualitativi</b>			
		<b>Società Escluse</b>	<b>Società a Final Set</b>
7	N°1 - <i>Business Description Review</i>	25	74
8	N°2 - <i>Internet Review</i>	59	15
9	N°3 - <i>Chamber of Commerce Review</i>	1	14
Final Set di società comparabili			<b>14</b>

Tale *final set* verrà utilizzato per il calcolo del *range* di valori – nel caso in esame per il *range* di *Debt on Equity ratio* – il quale, attraverso un apposito metodo di *Transfer Pricing*, sarà atto a dimostrare la natura *arm's length* di tale rapporto in seno a BCC4. Le tabelle seguenti elencano le società comparabili, ed i risultati della *Benchmarking Analysis*.

Tabella 2: Il Set Finale

<b>Final Set di società comparabili a BCC4</b>	
1	ALBERGO DI RUSSIA S.P.A.
2	AUFBAUGEMEINSCHAFT ESPELKAMP GESELLSCHAFT M.B.H.
3	CENTER INVEST EPITOIPARI ES SZOLGALTATO KORLATOLT FELELOSSEGU TARSASAG
4	IDEHA
5	KALCHESBRUCK SA
6	KREISBAUGESELLSCHAFT HEIDENHEIM GESELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG
7	KREISBAUGESELLSCHAFT TUEBINGEN MBH
8	PONTORME - SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA IN FORMA ABBREVIAT A PONTORME S.R.L.
9	REALE COMPAGNIA ITALIANA S.P.A.
10	RHEINISCH-BERGISCHE SIEDLUNGSGESELLSCHAFT MBH
11	SA DES HABITATIONS A LOYER MODERE
12	SOC IMMOB LOGEMENT DE L'EURE SA HLM
13	WOHNBAU DINSLAKEN GESELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG
14	WOLFENBUETTELER BAUGESELLSCHAFT MIT BESCHRAENKTER HAFTUNG

In virtù dei dati di queste, la seguente tabella presenta l'intervallo di libera concorrenza individuato dalle società considerate comparabili.

Tabella 3: Range dei valori di Debt on Equity

<b>Range di valori %</b>	<b>D/E Ratio 2015</b>	<b>D/E Ratio 2014</b>	<b>D/E Ratio 2013</b>	<b>Media</b>	<b>Media Ponderata</b>
<b>Massimo</b>	277,9%	266,5%	274,4%	269,3%	267,8%
<b>Mediana</b>	<b>177,2%</b>	<b>189,5%</b>	<b>182,7%</b>	<b>185,3%</b>	<b>185,1%</b>
<b>Minimo</b>	68,8%	109,3%	122,5%	107,3%	102,9%

Il *range* scaturito dall'analisi varia da un minimo di 102,9% ad un massimo di 267,8%, con una mediana del 185,1%. **Il rapporto *Debt on Equity* di BCC4, pari al 168% (1.68), si posiziona perciò all'interno dell'intervallo di valori *arm's length* così individuato.** Alla luce di quanto sopra, è perciò possibile concludere che la transazione in esame è rispettosa del principio *arm's length*.

### **Creditworthiness Analysis: il merito creditizio di BCC4**

Per misurare il *credit rating* di BCC4 è stato utilizzato il *tool* Riskcalc (edito da Moody's), il quale sulla base dei dati di bilancio della società ha inquadrato il merito creditizio di quest'ultima nella categoria "Baa", avente cioè un rischio di credito moderato, con caratteristiche lievemente speculative. Una volta ottenuta la valutazione del merito creditizio di BCC4, è necessario applicare una delle metodologie di *Transfer Pricing* delineate dalle *Guidelines* per individuare il tasso d'interesse *arm's length*.

Il metodo del confronto del prezzo con prospettiva esterna, permette di giungere ad una conclusione *arm's length* utilizzando i tassi d'interesse applicati per transazione analoghe da imprese non associate in condizioni di comparabilità.

Per identificare tali tassi d'interesse, e quindi il tasso *arm's length*, è stato utilizzato il terminale Bloomberg al fine di estrarre bond comparabili a quelli oggetto d'analisi. Il database è stato interrogato inserendo i criteri di ricerca riportati nella figura seguente, attraverso la funzione *Bond Search* (SRCH):

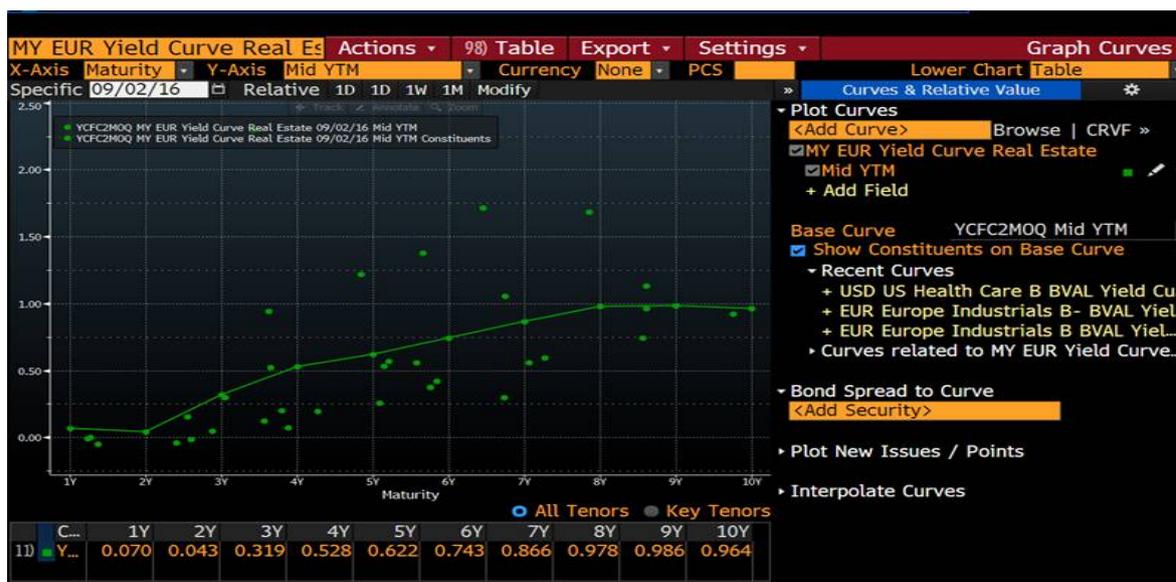
Figura 2: Ricerca di osservazioni comparabili

1. Select Universe		Settings		Fixed Income Search	
11) Asset Classes	Corporates	Build/Edit Search	My Searches	Example Searches	As of 09/01/2016
12) Sources	All Securities	Build with Criterion	EUR Yield Curve Real Estate BBB 1,503,646 securities		
2. Criteria		Field	Boundaries	Selected Criteria	Matches
31) And	Security Status		Include	Bonds: Active	274,683
32) And	Moody's Rating		In the range	Baa1 – Baa3	
33) Or	S&P Rating		In the range	BBB+ – BBB-	
34) Or	Fitch Rating		In the range	BBB+ – BBB-	20,044
35) And	BICS Classification		Include	(Real Estate)	704
36) And	Currency		Include	(Euro Currency)	83
37) And	Payment Rank		Include	(Sr Unsecured)	80
38) And	Country of Risk		Include	(Europe or Vatican (Holy See) or United Kingdom ...	68
39) And	Maturity Type		Include	(Bullet)	36
40) And				Fields	
					36 securities

Come si può evincere dalla figura, il terminale Bloomberg ha permesso l'individuazione di 36 osservazioni comparabili aventi come controparti entità tra loro non associate.

Una volta individuate queste ultime, attraverso la funzione *Curve Builder* di Bloomberg si è avuto modo di indicare a quanto dovrebbe ammontare il tasso di interesse praticato nella transazione, con un orizzonte a dieci anni.

Figura 3: La curva delle 36 osservazioni ed il tasso *arm's length* a 10 anni



Giunti a tal punto, dato il *Debt on Equity ratio* che caratterizza l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out*, nonché il *credit rating* della società che risulta dalla fusione per incorporazione delle tre *target company*, è possibile affermare che il tasso di interesse *arm's length*, presa coscienza delle caratteristiche del finanziamento e di quelle delle società comparabili, debba essere, con un orizzonte a dieci anni, prossimo allo **0,964%**.

### Esiti del caso

Fermo quanto sopra, dal punto di vista aziendale si è avuto modo di avere certezza riguardo a due aspetti di assoluto rilievo: *in primis*, il quantitativo di *shareholder loan* emesso nei confronti del veicolo, se rapportato con il quantitativo di *equity*, risulta essere rispettoso della normativa fiscale in vigore, rendendo impossibile una riqualficazione del debito in apporto di capitale, che come conseguenza porterebbe alla indeducibilità degli interessi passivi connessi allo stesso. *In secundis*, grazie all'analisi su Bloomberg, è stato possibile determinare con dettaglio il tasso di interesse che deve essere applicato al suddetto *loan*.

Concludendo, l'operazione di *Merger Leverage Buy-Out* si è perciò dimostrata economicamente percorribile, lecita nella sua sostanza e nella sua forma, essendo stata implementata senza andare ad alterare la libera concorrenza e quanto statuito dalle *best practice* nonché dalla legislazione vigente a livello nazionale ed internazionale.

## **CONCLUSIONI**

L'obiettivo di tale elaborato, nella sua accezione più ampia, è quello di dimostrare come qualora una società decida di intraprendere una determinata operazione, di carattere straordinario o meno, sia necessario prendere in considerazione non unicamente gli aspetti strategici legati all'*actio* bensì anche quei risvolti fiscali che, seppur a prima vista risultino secondari rispetto alla profittabilità di una data operazione, coprono invero un ruolo di primaria ed egual importanza andando ad incidere in maniera diretta su quest'ultima.

Difatti, un'errata previsione degli impatti fiscali legati ad un'operazione può trasformare la stessa da profittevole a non redditizia: basti pensare, a titolo di esempio, ad una riqualificazione totale dello *shareholder loan* (nel caso in esame), con conseguente perdita legata ai vantaggi perduti in ragione della non deducibilità degli interessi, per prendere coscienza di quanto un'operazione, seppur ineccepibile dal punto di vista strategico, possa poi rivelarsi non *value added*, con il rischio per un'entità, in *extrema ratio*, di ritrovarsi "ingabbiata" all'interno di un'operazione non più desiderata e profittevole (dato che difficilmente l'*exit* di un investimento avviene a strettissimo giro), soprattutto con riguardo all'operazione oggetto dell'elaborato.

Preposto che risulta impossibile sancire in questa sede se l'operazione di LUX Holding possa dirsi profittevole da un punto di vista strategico – trattandosi di un caso "virtuale", il quale pur attingendo a dati reali, risulta frutto di un disegno teorico finalizzato all'espletamento del presente elaborato – l'assunto che sta alla base del ragionamento seguito è quello per cui qualora i principi contabili, patrimoniali e finanziari ricalchino quelli seguiti nel libero mercato da imprese indipendenti, si possa sancire sia la fattibilità economica dell'operazione che il rispetto del principio *arm's length*, oltreché la sua natura non elusiva dal punto di vista fiscale.