

COVID-19 e *transfer pricing* su operazioni finanziarie. Analisi degli impatti del COVID-19 nelle analisi di *benchmark*

COVID-19 and transfer pricing aspects of financial transactions. Analysis of COVID-19 impacts in benchmark analyses

di Alfredo Orlandi e Raffaele Iervolino – 7 dicembre 2020

Abstract

Gli Autori esaminano l’impatto della pandemia da COVID-19 sui mercati finanziari, analizzando nello specifico l’andamento registrato dalle emissioni *investment grade* e *non-investment grade*. Sono esaminati gli impatti principali del COVID-19 nei parametri chiave delle analisi di *transfer pricing* relative alle transazioni finanziarie.

Parole chiave: COVID-19, *transfer pricing*, *benchmark*, transazioni finanziarie

Abstract

The Authors analyze the impact of the COVID-19 pandemic on financial markets, specifically examining the trend of investment grade and non-investment bonds. The main impacts of COVID-19 in the key parameters of transfer pricing analyses related to financial transactions are analyzed.

Keywords: COVID-19, *transfer pricing*, *benchmark*, *financial transactions*

SOMMARIO: 1. Impatto del COVID-19 sui mercati finanziari. - 2. Emissioni *investment grade* e *non-investment grade*. - 3. Analisi dei finanziamenti infragruppo. - 4. Esame del contesto di mercato. - 5. Conclusioni.

1. L’attuale crisi originata dalla pandemia da COVID-19 sembra destinata a causare la peggiore recessione dal dopoguerra al giorno d’oggi. Difatti, la crescente diffusione del COVID-19 in tutti i Paesi ha spinto molti governi nazionali ad introdurre misure senza precedenti per contenere l’epidemia. Tali misure hanno portato alla chiusura temporanea di molte attività commerciali, a restrizioni sui viaggi e sulla mobilità delle persone, a turbolenze sui mercati finanziari, all’aumento dell’incertezza ed alla riduzione della fiducia da parte dei consumatori sul futuro.

La volatilità dei mercati finanziari causata dalla pandemia da COVID-19 ha prodotto un incremento dell’avversione al rischio di mercato - in economia, per avversione al rischio si definisce l’attitudine che caratterizza un operatore economico che preferisce un ammontare attuale certo rispetto ad un ammontare incerto e futuro, ma potenzialmente superiore - toccando livelli che non si osservavano dai tempi della precedente crisi finanziaria (2007-2013). Il mercato azionario ha registrato una

flessione di oltre il 30%. La volatilità delle azioni e del petrolio ha raggiunto livelli di crisi significativi e lo *spread* sul debito *non-investment grade* - i titoli *non-investment grade* sono quelli con un *rating* inferiore a BBB- - si è ampliato notevolmente per via della progressiva riduzione della rischiosità degli investimenti da parte degli operatori del mercato.

L'aumento delle turbolenze sui mercati finanziari si è verificato nonostante le ampie riforme annunciate e messe in atto da parte delle Autorità finanziarie del G20.

A seguito di un periodo prolungato di politica monetaria accomodante e di un costo molto basso del denaro si è visto un aumento del debito da parte delle società, che sono così diventate più vulnerabili al deterioramento delle condizioni economiche e di mercato.

Molte imprese hanno utilizzato il debito per pagare dividendi e/o acquistare azioni proprie e non per effettuare investimenti industriali.

Nello stesso periodo si è assistito ad un cambiamento nella struttura dell'intermediazione finanziaria. Mentre le banche ed i *broker/dealer* continuavano a fornire credito e intermediazione di mercato, le attività dei soggetti non bancari, come i fondi di investimento e gli *exchange traded fund*, sono aumentate. Nei periodi di forte stress di mercato, gli alti livelli di rimborso agli investitori possono costringere i fondi a vendere rapidamente i propri titoli, comprese le obbligazioni ad alto rendimento. Tale dinamica ha rapidamente eroso la liquidità di mercato, causando un aumento del costo del debito delle società.

Il processo in atto sui mercati finanziari sta gradualmente provocando la riduzione della solvibilità delle imprese, in particolare di quelle con un elevato indebitamento. Queste ultime hanno difficoltà a soddisfare il fabbisogno di liquidità a breve termine a causa dell'aumento del costo del debito e dei costi dovuti al COVID-19 unitamente ad una riduzione dei ricavi per via del rallentamento del mercato. Di fronte a questo scenario, le società non avranno altra scelta se non quella di ridurre i costi e l'occupazione al fine di evitare il rischio di insolvenza. La crescita della disoccupazione diminuirà i consumi delle famiglie e la capacità dei consumatori di rimborsare i prestiti. In combinato, l'aumento degli inadempimenti sul debito delle imprese e delle famiglie ridurrà la qualità delle attività delle banche e degli istituti di credito.

In considerazione di quanto sopra, le banche centrali stanno intraprendendo azioni volte ad abbassare i tassi di interesse e favorire la stabilità dei mercati finanziari. In aggiunta, gli organismi di regolamentazione internazionale hanno invitato le Autorità nazionali ad utilizzare gli strumenti di regolamentazione in modo adeguatamente flessibile.

2. Prima della pandemia da COVID-19, le società hanno beneficiato per un lungo periodo di tempo di tassi di interesse vantaggiosi e di un conseguente basso costo del debito. Tali circostanze hanno incentivato l'emissione di nuovo debito da parte delle imprese. Questo fenomeno è stato osservato sia da parte dei soggetti *investment grade*

(soggetti con un *credit rating* da AAA a BBB-) che da parte dei soggetti *non-investment grade* (soggetti con un *credit rating* inferiore a BBB-).

In termini generali, il *rating* può essere definito come una metodologia utilizzata per valutare il rischio di credito dei titoli obbligazionari e/o delle imprese. Quest'ultimo è espresso attraverso una classificazione in lettere, in base alla quale il mercato stabilisce un premio per il rischio da richiedere ad un determinato soggetto per accettare un investimento nello stesso. Diminuendo nel *credit rating* (e quindi nella classificazione letterale) aumenta il premio per il rischio richiesto e di conseguenza l'impresa deve pagare uno *spread* maggiore rispetto al tasso *risk-free*. In finanza, il tasso di interesse privo di rischio (o *risk-free rate*) rappresenta il tasso d'interesse in un'attività considerata priva di rischio; nella prassi, tale tasso è, generalmente, rappresentato dai titoli di stato a breve termine di Paesi con il massimo grado di solvibilità. I *rating* da AAA a BBB variano da “*elevata capacità di ripagare il debito*” per i soggetti AAA, ad “*adeguata capacità di rimborso, che nel futuro potrebbe peggiorare*” per i soggetti BBB in quanto la probabilità che non siano in grado di pagare gli interessi e di effettuare il rimborso del capitale è considerata relativamente alta.

Il *credit rating* è determinato sulla base di alcuni indicatori sia qualitativi che quantitativi, tra cui la qualità del *management* aziendale, l'indice di copertura degli interessi ed il rapporto tra debito e capitale proprio, etc.

Nel marzo 2020, una significativa crisi di liquidità ha colpito il mercato *investment grade* e *non-investment grade*, portando ad un minor volume di nuove emissioni ed a rendimenti più elevati nel mercato del debito.

In risposta, le banche centrali hanno attuato una serie di misure di politica monetaria volte ad attenuare la crisi di liquidità. Sebbene queste ultime abbiano effettuato tagli ai tassi di interesse ed i rendimenti a lungo termine dei titoli di stato siano a livelli minimi storici, il mercato ha continuato a registrare forti turbolenze.

Rispetto a febbraio 2020, i rendimenti delle obbligazioni *investment grade* hanno registrato un progressivo aumento, mentre per quanto riguarda le emissioni *non-investment grade*, il mercato primario ha visto un numero limitato di nuove emissioni, in quanto tali soggetti sono generalmente esclusi dalle misure di assistenza delle banche centrali. In aggiunta, sul mercato secondario il rendimento dei titoli *non-investment grade* è aumentato in modo significativo nel tempo.

Figura 1: Euro High Yield Index Effective Yield_(BAMLHE00EHYIEY)



FRED® Economic Data: Andamento del rendimento effettivo delle obbligazioni *non-investment grade* denominate in euro
(<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHE00EHYIEY>)

3. Transazioni finanziarie come finanziamenti, *cash pooling*, garanzie ed assicurazioni sono comunemente svolte tra società appartenenti allo stesso gruppo. Tali tipologie di operazioni sono analizzate nel *report* dell'OCSE sulle transazioni finanziarie pubblicato l'11 febbraio 2020.

In considerazione del fatto che le transazioni finanziarie - come qualsiasi altra transazione infragruppo - devono essere conformi al principio di libera concorrenza, i seguenti quattro *step* dovrebbero essere svolti in un'analisi di *transfer pricing*, secondo il predetto rapporto OCSE:

- step* 1: identificazione delle relazioni commerciali e finanziarie;
- step* 2: corretta qualificazione (*accurate delineation*) della transazione;
- step* 3: selezione del metodo più appropriato per la determinazione del prezzo di libera concorrenza; e
- step* 4: applicazione del metodo più appropriato.

Ai fini dell'analisi deve quindi essere svolto uno studio approfondito delle caratteristiche economicamente rilevanti dell'operazione. Tra i fattori da tenere in considerazione vi sono i seguenti:

- i. analisi dei termini contrattuali;
- ii. analisi delle funzioni svolte, degli *asset* impiegati e dei rischi assunti;
- iii. esame delle caratteristiche dello strumento finanziario;
- iv. studio delle condizioni economiche delle parti e del mercato in cui operano;
- e
- v. valutazione delle strategie aziendali seguite dal soggetto mutuante e dal soggetto mutuario.

In questa fase, l'analisi delle funzioni svolte, dei beni utilizzati e dei rischi assunti dalle parti (*i.e.* analisi funzionale) è di fondamentale importanza. Nel caso specifico delle transazioni finanziarie, la remunerazione delle parti è, generalmente, legata al rischio di credito, al controllo ed alla gestione di quest'ultimo. In aggiunta, il *pricing* di uno strumento finanziario è fortemente influenzato dalle condizioni di mercato. Al

riguardo, i principali fattori da analizzare sono: (i) il contesto macroeconomico di riferimento, (ii) il Paese di incorporazione del soggetto mutuatario, (iii) la regolamentazione finanziaria di riferimento, (iv) la valuta, (v) l'andamento del settore industriale in cui opera il soggetto mutuatario, e (vi) le tempistiche dell'operazione.

Le linee guida dell'OCSE sulle transazioni finanziarie precisano come la suddetta analisi debba essere svolta considerando la prospettiva di entrambi i soggetti coinvolti nell'operazione (mutuante e mutuatario) e le opzioni realisticamente disponibili all'atto della transazione.

Pertanto, analizzando un finanziamento infragruppo, in relazione al mutuante, andranno valutate le possibili alternative d'investimento, tenendo conto degli obiettivi di *business* e del contesto in cui la transazione si svolge, mentre in relazione al mutuatario, oltre alla capacità di ripagare il debito, andrà valutato se il finanziamento è necessario per soddisfare il fabbisogno di liquidità o per lo sviluppo di progetti specifici. Difatti, per un soggetto economico potrebbe non essere sempre conveniente richiedere un finanziamento, in quanto questo potrebbe portare al peggioramento del suo *credit rating*, con conseguente aumento del costo del debito e riduzione della profittabilità generata. Sul punto, le linee guida 2017 dell'OCSE sui prezzi di trasferimento per le imprese multinazionali e le amministrazioni fiscali, al paragrafo 1.122 riportano quanto segue: “(...) *where the arrangements made in relation to the transaction, viewed in their totality, differ from those which would have been adopted by independent enterprises behaving in a commercially rational manner in comparable circumstances, thereby preventing determination of a price that would be acceptable to both of the parties taking into account their respective perspectives and the options realistically available to each of them at the time of entering into the transaction.*”

L'esame del comportamento che sarebbe stato intrattenuto da soggetti terzi indipendenti in circostanze comparabili costituisce l'assunto guida nelle analisi di *transfer pricing*.

4. Per delineare con precisione una transazione finanziaria, e poterla quindi comparare con transazioni analoghe svolte da soggetti indipendenti sul libero mercato, differenti fattori devono essere presi in esame. Questo esame, che comporta di sovente analisi articolate, dovrebbe tener conto del fatto che soggetti economici, operanti in settori differenti, possono richiedere tipologie di finanziamento con caratteristiche differenti in quanto devono soddisfare esigenze specifiche. Sul punto, le linee guida dell'OCSE sulle transazioni finanziarie evidenziano come ai fini di comparabilità, i mercati in cui operano le imprese indipendenti e quelle associate non devono presentare differenze che abbiano un effetto materiale sul prezzo, e deve essere possibile effettuare gli opportuni aggiustamenti (qualora necessari). La diretta comparabilità delle circostanze di mercato tende ad avere un impatto più forte sul prezzo del denaro, rispetto a quanto generalmente accade per altre tipologie di operazioni infragruppo. Le linee guida dell'OCSE sulle transazioni finanziarie, difatti, sottolineano come i prezzi degli strumenti finanziari possono variare sensibilmente in base alle circostanze

economiche; ad esempio al paragrafo 10.31 riportano quanto segue: “*The prices of financial instruments may vary substantially on the basis of underlying economic circumstances, for example, across different currencies, geographic locations, local regulations, the business sector of the borrower and the timing of the transaction.*”

Di seguito si riportano le principali analisi che sarebbe opportuno svolgere negli studi di *transfer pricing* relativi alle transazioni finanziarie a seguito del propagarsi della pandemia da COVID-19:

<p>Rideterminazione del <i>credit rating</i> e dell'<i>equity at risk</i></p>	<p>La determinazione del tasso dei finanziamenti infragruppo dovrebbe tenere conto del generale peggioramento del <i>rating</i> dovuto dalla pandemia da COVID-19, così come il livello di capitale di rischio cui il mutuante dovrebbe disporre dovrebbe essere rivalutato per far fronte all'aumento del rischio di credito.</p> <p>Nello specifico potrebbe essere valutato con attenzione quali dati utilizzare per il calcolo del <i>credit rating</i>, in quanto gli ultimi bilanci disponibili potrebbero non riflettere in modo appropriato le prospettive future del soggetto mutuatario; allo stesso modo andrebbero rivalutate le soglie dei parametri quantitativi (es. gli indici di solidità e di liquidità) per la determinazione del <i>rating</i> alla luce dell'aumento della rischiosità di mercato.</p>
<p>Verifica degli <i>spread</i> di mercato</p>	<p>Nei mercati finanziari si è registrato un aumento significativo dei tassi di interesse per specifiche tipologie di strumenti finanziari.</p> <p>Determinate analisi di <i>benchmark</i> potrebbero essere riesaminate (es. strumenti <i>revolving</i>, come le linee di credito) per verificare se riflettono ancora in modo appropriato le condizioni di mercato.</p> <p>Al riguardo, va inoltre sottolineato come i mercati finanziari abbiano registrato fluttuazioni differenziate per titoli di stato ed emissioni obbligazionarie. Specifiche considerazioni andrebbero quindi effettuate nella selezione dei <i>comparables</i>.</p>
<p>Valutazione della capacità di rimborsare il debito</p>	<p>Potrebbero essere svolte analisi specifiche (es. capacità di indebitamento e <i>debt service coverage ratio</i>) al fine di determinare se il soggetto mutuatario sia effettivamente in grado di ripagare il debito alla luce dell'impatto avuto dal COVID-19 sull'impresa e sul settore industriale di quest'ultima, così da poter valutare se il finanziamento infragruppo presenti le caratteristiche per essere considerato tale o se, di contro, possa essere considerato (in tutto o in parte) come apporto di capitale proprio.</p>
<p>Riesame degli accordi di finanziamento</p>	<p>I termini e le condizioni dei contratti di finanziamento infragruppo potrebbero essere riesaminati in ragione delle mutate circostanze presenti sui mercati finanziari a seguito del COVID-19. Sul punto, occorrerebbe analizzare in modo specifico le opzioni di rimborso, le garanzie prestate e le opzioni disponibili per la rinegoziazione dei tassi di interesse.</p>

Nello studio pubblicato a luglio 2020 sull'andamento delle metriche creditizie, *Standard & Poor's* evidenzia come il contesto generale di mercato stia lentamente tornando ai livelli storici di lungo periodo e che un miglioramento nell'area dell'Euro e nei mercati emergenti è presente, anche se ad un ritmo molto lento. In generale, si prevede che l'impatto sul rischio di credito sia completamente riassorbito nel 2023, solo qualora non vi siano peggioramenti dovuti al propagarsi di una nuova ondata di COVID-19 nel 2021.

5. In termini generali, le crisi economiche alterano in modo significativo le strutture economico-patrimoniali delle imprese. Durante la precedente crisi finanziaria, ad esempio, gli indici di indebitamento del mercato sono aumentati, in media, del 5,5%. Il COVID-19 ha causato un profondo shock nei mercati finanziari alterando una situazione di equilibrio che proseguiva da un lungo periodo. Il nuovo contesto economico deve quindi essere riflesso in modo appropriato nelle analisi finanziarie di *transfer pricing*, le quali sono svolte prevalentemente attraverso il Metodo del confronto del prezzo (*Comparable uncontrolled price method*) che rende di primaria importanza la diretta comparabilità delle circostanze di mercato in cui sono svolte le operazioni oggetto di comparazione. Tale metodologia consiste, difatti, nel confrontare il prezzo richiesto in una transazione tra parti associate con il prezzo richiesto in una transazione comparabile tra imprese indipendenti in circostanze comparabili.

L'utilizzo di evidenze di mercato aggiornate risulta quindi di primaria importanza al fine di evitare effetti distorsivi nelle analisi. Allo stesso modo, specifiche considerazioni e/o aggiustamenti devono essere svolti nei parametri chiave delle analisi, come ad esempio la determinazione del *crediti rating*, la valutazione della capacità di ripagare il debito da parte del soggetto mutuatario e le possibili alternative d'investimento da parte del soggetto mutuante.

BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE

Sul *transfer pricing* in generale si vedano:

ADAMI, La disciplina fiscale dei prezzi di trasferimento, Milano, 1989

BALLANCIN, Natura e ratio della disciplina italiana sui prezzi di trasferimento internazionali, in *Rass. Trib.*, 2014, 73

CORDEIRO GUERRA, La disciplina del transfer price nell'ordinamento italiano, in *Riv. Dir. Trib.*, 2000, I, 428

DELLA VALLE, Il transfer price nel sistema di imposizione sul reddito, in *Riv. Dir. Trib.*, 2009, I, 133

GARBARINO, Transfer price, in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., XVI, Torino, 1999, 1

MAISTO, Il transfer price nel diritto tributario interno ed internazionale, Padova, 1985

Nella prassi a livello italiano, non sono presenti documenti specifici sul tema delle analisi di *transfer pricing* in ambito finanziario, e si può richiamare solo in generale AGENZIA DELLE ENTRATE, Direzione centrale normativa e Direzione centrale accertamento, circolare 30 marzo 2016, n. 6/E

Di seguito si riporta quindi la principale giurisprudenza: Cass. civ., sez. V, sent. 15 novembre 2017, n. 27018; Cass. civ., sez. V, sent. 15 aprile 2016, n. 7493; Cass. civ., sez. V, sent. 26 luglio 2019, n. 20332; Cass. civ., sez. V, ord. 13 giugno 2018, n. 15477; Cass. civ., sez. V, ord. 31 maggio 2018, n. 13933

A livello internazionale si veda invece:

OECD, Linee Guida dell'OCSE sui Prezzi di Trasferimento per le imprese Multinazionali e le Amministrazioni Fiscali, OECD, luglio, 2017

OECD, Transfer Pricing Guidance on Financial Transactions, OECD, febbraio, 2020

Sulle politiche di *transfer pricing* in periodi di recessione ed in particolare ai tempi del Coronavirus in relazione alle transazioni finanziarie si vedano:

BONEKAMP, SCHAATSBERGEN, Transfer Pricing of Financial Transactions and the Impact of COVID-19, in *International Transfer Pricing Journal*, 2020 (Volume 27), No. 4, 23 giugno 2020

CATALDI, ALFANO, The Impact of COVID-19 on Transfer Pricing: Issues Arising during the Economic Downturn and Possible Solutions, in *International Transfer Pricing Journal*, 2020 (Volume 27), n. 4, aprile 2020

DITZ, QUILITZSCH, COVID-19 and Its Impact on Determining International Transfer Prices, in *International Transfer Pricing Journal*, 2020 (Volume 27), n. 4, giugno 2020

OECD, Policy Responses to Coronavirus (COVID-19), Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity, giugno 2020

OECD, Policy Responses to Coronavirus (COVID-19), Global financial markets policy responses to COVID-19, marzo 2020

PETRUZZI, HOLZINGER, Accurate Delineation vs. Recognition of Intragroup Loans, in *Tax Notes International*, 8 giugno 2020

SIM, RIGO, AGRAWA, Treatment of Funding Risk and Capital – Financial Services versus Non-Financial Services: Never the Twain Shall Meet?, in *International Transfer Pricing Journal*, 2020 (Volume 27), No. 4, 13 luglio 2020