

# Operazioni infragruppo di natura finanziaria e transfer pricing

# Agenda

**1** Overview e inquadramento

---

**2** Metodologie di Transfer Pricing

---

**3** Evidenze da recenti TP audit

---



# Overview e inquadramento

# Overview e inquadramento

## Framework di riferimento

- Art. 110, comma 7 del TUIR (post modifica D.L. 50/2017)
- OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations, approvate dall'OECD Council nel Gennaio 2022 - "OECD TPG"
- Capitolo X delle OECD TPG – "Transfer Pricing aspects of financial transactions"

## Perimetro delle operazioni

- **Finanziamenti** (e.g. term loan, revolving loan, shareholder loan, upstream/downstream loan)
- **Cash pooling**
- **Garanzie finanziarie** (e.g. parent guarantee, cross-guarantee, comfort letter)

## Scopo

L'analisi TP delle transazioni finanziarie infragruppo verifica che le condizioni applicate siano allineate a quelle che sarebbero state concordate tra parti indipendenti in circostanze comparabili. L'analisi non si limita alla forma contrattuale, ma considera il profilo di rischio delle parti, il merito creditizio del borrower e l'effettiva allocazione dei benefici all'interno del gruppo.

Lo scopo può declinarsi in due modalità alternative e complementari:

1. **Group-wide TP policy:** per gruppi strutturati, tipicamente con finance company o tesoreria accentrata, l'analisi è finalizzata alla definizione di una policy unitaria di gruppo che disciplini in modo coerente pricing e condizioni di tutte le operazioni finanziarie infragruppo ricorrenti.
2. **Benchmark analysis sulla singola operazione:** per operazioni puntuali l'analisi è finalizzata alla determinazione del tasso/fee arm's length della specifica transazione e confluisce in uno specifico capitolo della documentazione TP (Master File e Local file) del soggetto italiano coinvolto, con beneficio anche di penalty protection su potenziali aggiustamenti TP emersi in sede di verifica fiscale.

# Accurate delineation (1/2)

## OECD TPG Cap. X sezione B e OECD TPG Cap. I sezione D1

### Principio fondamentale

- L'accurate delineation precede qualsiasi tentativo di pricing di una transazione finanziaria e ne costituisce il presupposto logico-metodologico.
- Il principio trova matrice nella Sezione D.1, Capitolo I delle OECD TPG.
- Ogni transazione va esaminata nel merito della sua sostanza economica (par. 10.11), indipendentemente dalle definizioni formali assegnate dalle parti.

### Options realistically available (“ORA”)

- Elemento centrale dell'accurate delineation è la verifica delle opzioni realisticamente disponibili per ciascuna delle parti coinvolte, sia dal lato lender sia dal lato borrower.
- Nessuna parte indipendente accetterebbe condizioni peggiorative rispetto ad alternative concretamente accessibili sul mercato.
- L'analisi richiede di mettere a confronto la transazione infragruppo con le alternative finanziarie disponibili per il borrower (e con le opportunità di impiego alternative per il lender) per testarne la razionalità economica.

### Analisi dei cash flows a supporto dell'operazione (debt capacity)

- Peers evaluation: comparazione dei ratio del borrower (profitability, leverage, coverage e cash flow) rispetto a comparable peers indipendenti.
- Debt serviceability: misurazione della capacità prospettica del borrower di servire il debito (capitale e interessi) attraverso l'analisi dei free cash flows attesi e delle uscite di cassa attese.
- La verifica deve riflettere sia la prospettiva del lender (esposizione al rischio di credito) sia quella del borrower (sostenibilità del servizio del debito), includendo le opzioni disponibili per entrambe le parti.

# Accurate delineation (2/2)

## OECD TPG Cap. X sezione B e OECD TPG Cap. I sezione D1

### Caratteristiche economiche rilevanti

1

#### Termini contrattuali

Analisi delle clausole negoziali per verificare coerenza, completezza e allineamento con la condotta effettiva delle parti

2

#### Analisi funzionale

Analisi delle funzioni svolte, rischi assunti e asset utilizzati dalle parti nell'ambito della transazione

3

#### Caratteristiche dello strumento

Analisi dei principali elementi della transazione (e.g. tipologia del tasso, valuta, durata, grado di subordinazione, garanzie)

4

#### Circostanze economiche

Considerazione del contesto di mercato e delle variabili economiche rilevanti

5

#### Strategie di business

Considerazioni in merito alle finalità economiche della transazione e della politica finanziaria del gruppo

### Corretta qualificazione della transazione e principali riqualificazioni

- **Loan → Equity**: se è prevedibile che il borrower non sia in grado di sostenere il debito assunto, la quota eccedente è riqualificata come apporto di equity (par. 10.5, 10.13).
- **Cash pooling → Finanziamento MLT**: posizioni debitorie/creditorie che permangono stabilmente nel cash pool possono essere riqualificate come depositi o term loan a medio-lungo termine (par. 10.122-10.123).

# 2

## Metodologie di Transfer Pricing

# Determinazione del merito creditizio (1/3)

## OECD TPG Cap. X sezione C.1.1

### Definizione e rilevanza

- Il merito creditizio (credit rating) misura la capacità del borrower di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie (capitale e interessi).
- Nel pricing di una transazione finanziaria, il rating costituisce uno dei principali driver del tasso di interesse arm's length: a parità di altre condizioni, rating più elevati comportano spread/tassi più contenuti, rating più bassi tassi più elevati.
- Ai sensi del par. 10.62 delle OECD TPG, la determinazione del credit rating del borrower (o dello specifico strumento) è passaggio essenziale per identificare comparabili affidabili e calcolare il tasso arm's length.

### Elementi da considerare nel pricing

- Profilo creditizio stand-alone della società borrower (capacità reddituale, struttura patrimoniale, generazione di cassa).
- Eventuale effetto dell'appartenenza al gruppo (implicit support/passive association) - par. 10.77-10.81. L'implicit support va distinto dalla garanzia esplicita: non è remunerato, ma deve essere riflesso nel rating utilizzato ai fini del pricing; l'entità del beneficio dipende dal grado di integrazione strategica del borrower nel gruppo (status di core, strategic, ecc.).
- Caratteristiche dello specifico strumento finanziario (seniority, garanzie, subordinazione, covenant).
- Distinzione tra issuer rating (riferito al soggetto) e issue rating (riferito allo specifico strumento), ove rilevante.

No	S&P	Moody's	Fitch	Meaning and Color
1	AAA	Aaa	AAA	Prime
2	AA+	Aa1	AA+	
3	AA	Aa2	AA	High Grade
4	AA-	Aa3	AA-	
5	A+	A1	A+	Upper Medium Grade
6	A	A2	A	
7	A-	A3	A-	
8	BBB+	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade
9	BBB	Baa2	BBB	
10	BBB-	Baa3	BBB-	
11	BB+	Ba1	BB+	Non Investment Grade Speculative
12	BB	Ba2	BB	
13	BB-	Ba3	BB-	
14	B+	B1	B+	Highly Speculative
15	B	B2	B	
16	B-	B3	B-	
17	CCC+	Caa1	CCC+	Substantial Risks
18	CCC	Caa2	CCC	Extremely Speculative

# Determinazione del merito creditizio (2/3)

## OECD TPG Cap. X sezione C.1.1

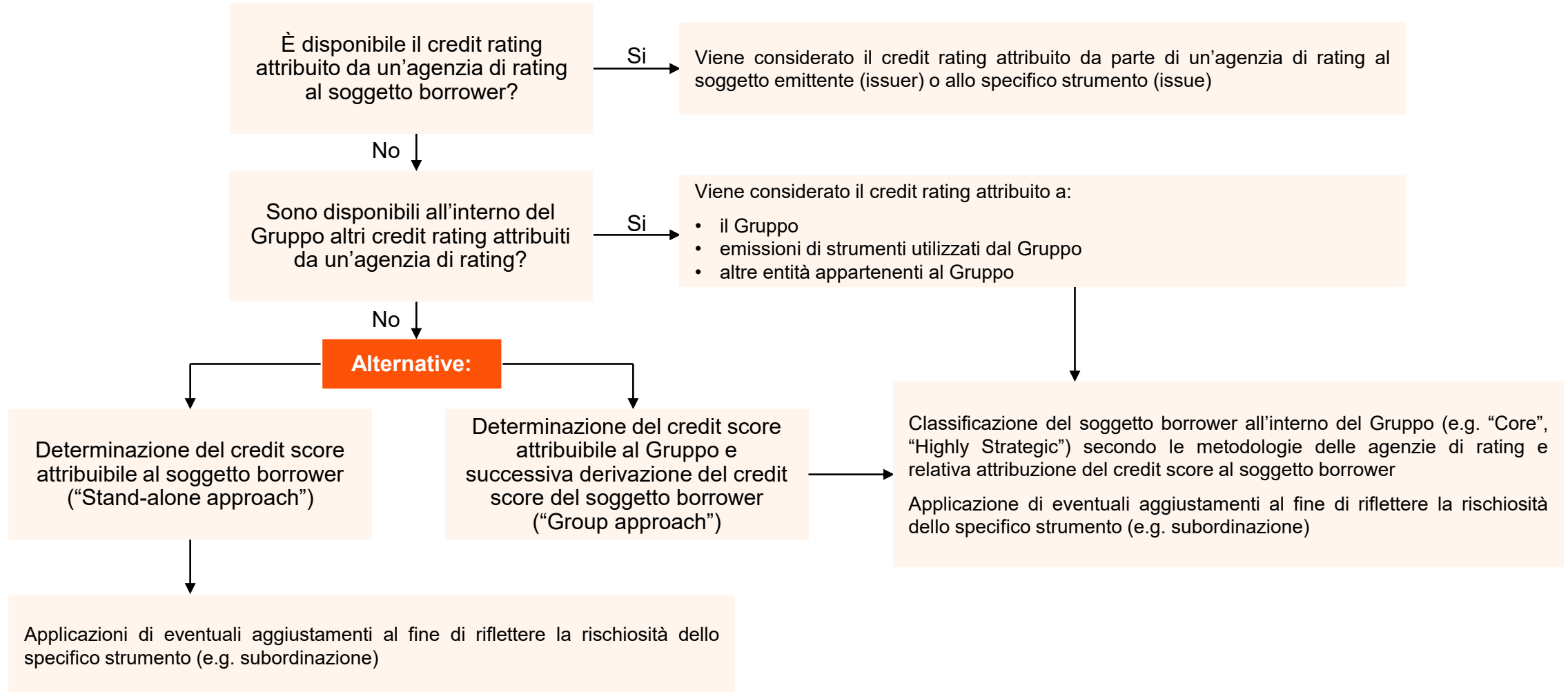
### Utilizzo di tool per la stima del credit rating

- Nella prassi professionale la stima del credit rating stand-alone del borrower viene effettuata attraverso tool quantitativi quali:
  - Moody's RiskCalc/CreditEdge - modelli statistici basati su dati di bilancio e market-implied default probabilities per derivare un rating implicito e una probabilità di default.
  - S&P Capital IQ - Credit Analytics (RatingsDirect, CreditModel, PD Model Fundamentals, PD Model Market Signals) - combina input di bilancio, peer benchmarking e segnali di mercato.
  - Bloomberg DRSK (Default Risk function) - fornisce probabilità di default a 1 e 5 anni e rating impliciti basati su modello Merton/KMV.
- Logica di funzionamento dei modelli quantitativi:
  - Analisi di indicatori di bilancio: leverage (Debt/EBITDA, Debt/Equity), coverage (EBITDA/Interest, EBIT/Interest), profitability (ROA, ROCE, margini), liquidity (Current Ratio, Quick Ratio), cash flow (FOCF/Debt).
  - Confronto con benchmark settoriali e peer group.
  - Considerazione di fattori qualitativi: posizionamento competitivo, governance, country risk, ciclicità del settore.
  - Output: rating score su scala equivalente S&P/Moody's e probabilità di default (PD).

### Best practice nella determinazione del rating ai fini TP

- Documentare la fonte del rating utilizzato (tool, data point, data di estrazione, versione del modello).
- Esplicitare l'approccio adottato (stand-alone vs group approach) e le ragioni della scelta.
- Quantificare e motivare il notching per implicit support (tipicamente 1-3 notch in funzione dello status del borrower nel gruppo).
- Riflettere le caratteristiche specifiche dello strumento (notching per subordinazione, garanzie, ecc.).
- Aggiornare periodicamente il rating in coerenza con la dinamica economico-finanziaria del borrower e del gruppo.

# Determinazione del merito creditizio (3/3)



# Finanziamenti infragruppo

## OECD TPG Cap. X sezione B e OECD TPG Cap. I sezione C.1.2

### Sezione B.3, Capitolo X, Linee Guida OCSE (2022)

1

#### **Accurate delineation**

Si rimanda alle considerazioni fatte nelle slide precedenti

### Sezione B.3, Capitolo X, Linee Guida OCSE (2022)

2

#### **Selezione del metodo**

I principali metodi utilizzati ai fini del pricing sono (i) il Comparable Uncontrolled Price method (CUP method) ed (ii) il Cost of Funds

3

#### **Creditworthiness del borrower e della/e transazione/i**

Si rimanda alle considerazioni fatte nelle slide precedenti

4

#### **Osservazione del benchmark di riferimento**

Ricerca di transazioni comparabili (interne e/o esterne) con parti indipendenti dotate di caratteristiche coerenti a quella analizzata

5

#### **Aggiustamenti di comparabilità**

Eventuali aggiustamenti di comparabilità prevalentemente in termini di (i) differente merito di credito, (ii) durata, (iii) modalità di ripagamento del prestito, (iv) valuta e (v) tipologia di tasso di interesse

# Finanziamenti infragruppo

## Pricing (1/3)

### Principali Metodi Transfer Pricing

#### Comparable Uncontrolled Price method (CUP)

Il metodo CUP confronta il tasso applicato a un finanziamento infragruppo con quello osservabile in operazioni comparabili tra parti indipendenti, tenendo conto del merito creditizio del debitore, delle caratteristiche dello strumento e degli altri fattori di comparabilità.

Il metodo è composto da due varianti:

- **CUP Interno:** confronto con transazioni comparabili concluse dalla società o dal Gruppo con terzi indipendenti.
- **CUP Esterno:** confronto con dati di mercato relativi a operazioni tra soggetti indipendenti.

Nel TP finanziario, il CUP è generalmente il metodo più diretto e affidabile, grazie alla frequenza delle transazioni di debito sul mercato e all'ampia disponibilità di informazioni, fermo restando che possono essere necessari aggiustamenti di comparabilità e che il risultato dell'analisi è spesso espresso in un range di mercato.



Si evidenzia che, ai fini dell'applicazione del CUP interno, le bank quotes non costituiscono un benchmark di tasso arm's length.

#### Cost of Funds method

Il metodo Cost of Funds determina il tasso di interesse arm's length a partire dal costo di raccolta del finanziatore, opportunamente incrementato per riflettere costi di gestione del rapporto finanziario, i rischi e il margine di profitto.

Il lender non si limita a ribaltare il proprio costo di raccolta, ma deve confrontare il pricing con quello di operatori comparabili, poiché in un mercato concorrenziale il pricing tende ad allinearsi ai livelli più competitivi.

Occorre considerare le opzioni realisticamente disponibili per il borrower, che non accetterebbe condizioni peggiori rispetto ad alternative accessibili.



Se il soggetto finanziatore svolge mere funzioni di intermediazione, la remunerazione deve riflettere la sola agency/intermediary function

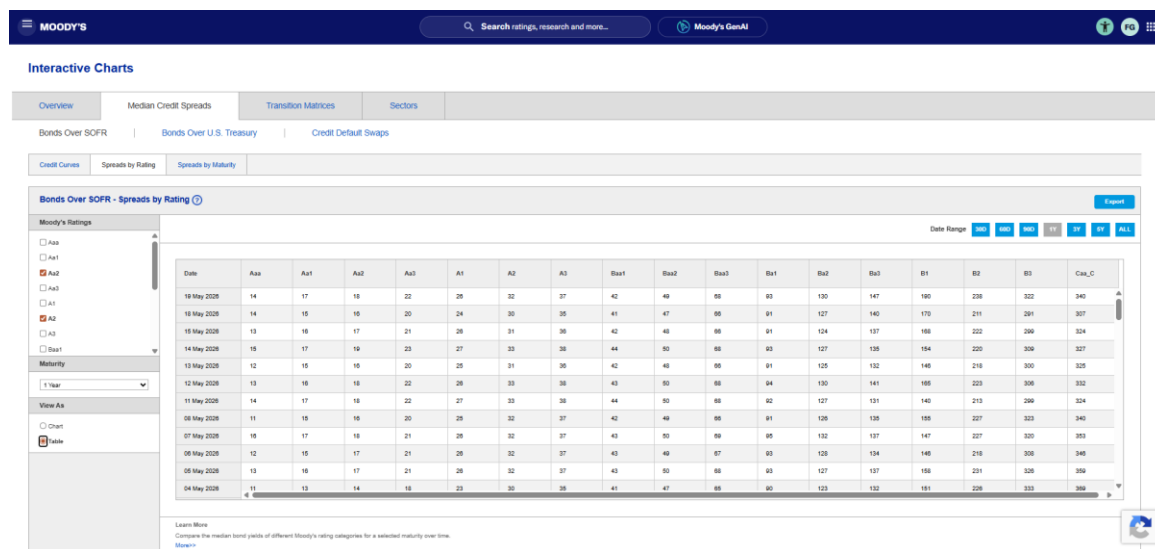
# Finanziamenti infragruppo

## Pricing (2/3)

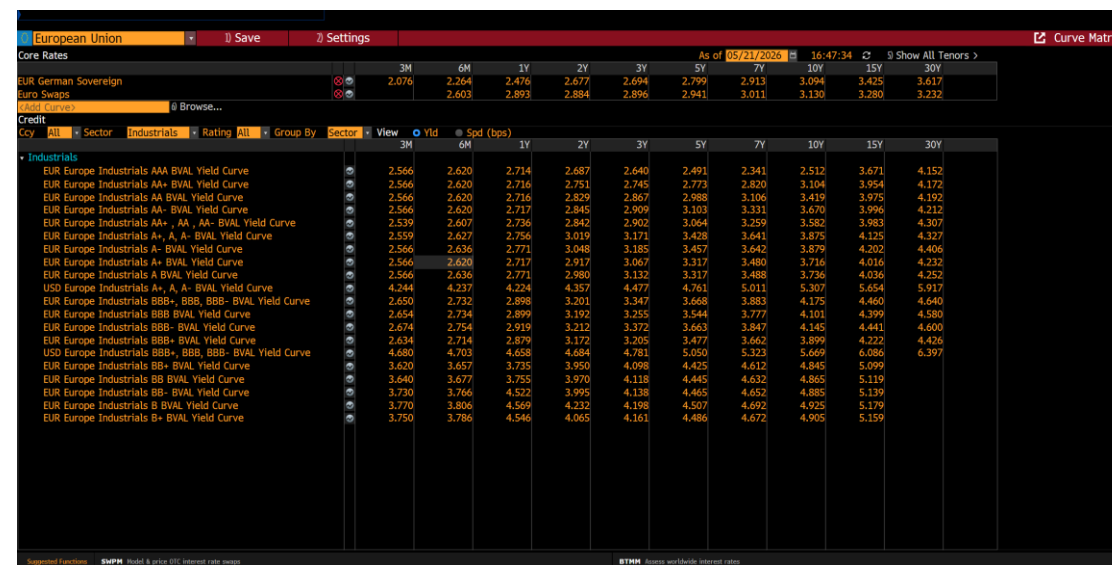
### Osservazione del benchmark di riferimento

Quando non è possibile applicare il CUP Interno la ricerca di comparabili può essere fatta mediante database finanziari pubblici, ad esempio:

- Moody's Market Implied Ratings (MIR)
- Bloomberg Professional



Fonte: Moody's MIR, spreads su USD SOFR al 20/05/2026, maturity 1 anno



Fonte: Bloomberg Professional, funzione di ricerca Curve Matrix, curve di rendimenti divise per settore e maturity al 21/05/2026

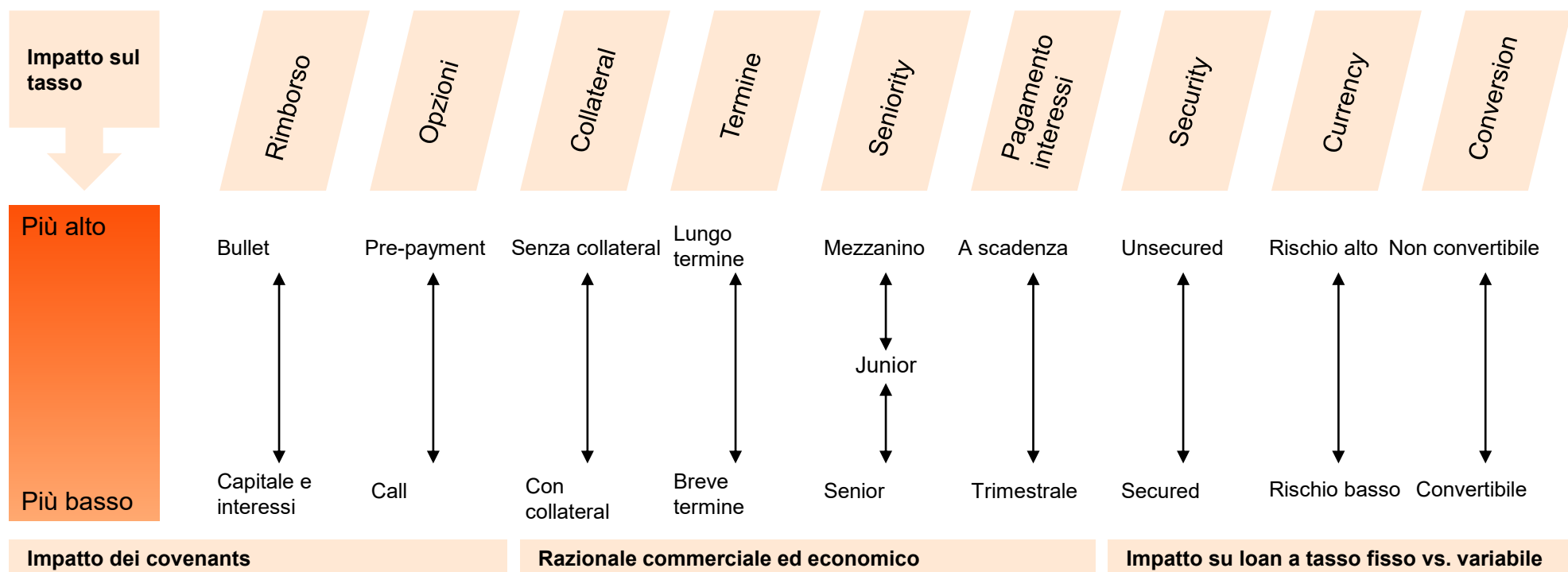
# Finanziamenti infragruppo

## Pricing (3/3)

### Aggiustamenti di comparabilità

Per sterilizzare eventuali differenze (e.g. in termini di valuta, tipologia di tasso di interesse, frequenza di pagamento) con il benchmark di riferimento vengono effettuati specifici aggiustamenti di comparabilità.

Le caratteristiche di un loan hanno un impatto sul suo tasso di interesse e pertanto devono essere considerate ai fini dell'analisi di benchmark.



# Cash pooling

## Inquadramento

### Definizione

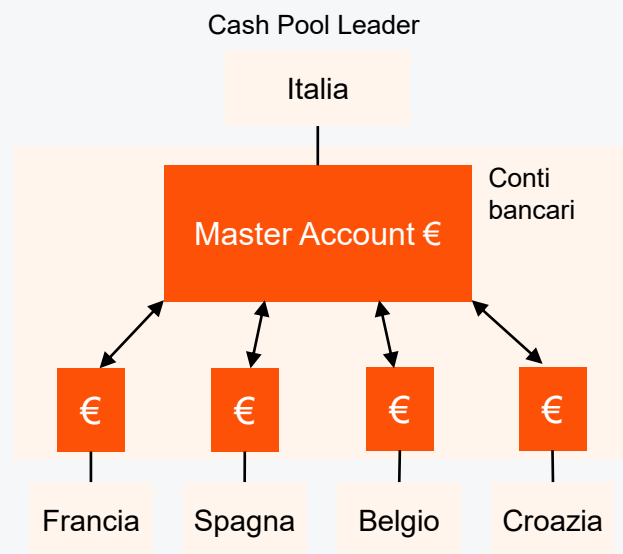
Il cash pooling è uno strumento di gestione accentrata della liquidità all'interno dei gruppi multinazionali, volto a ottimizzare l'utilizzo delle risorse finanziarie disponibili e a ridurre il ricorso a finanziamenti esterni.

I principali benefici includono:

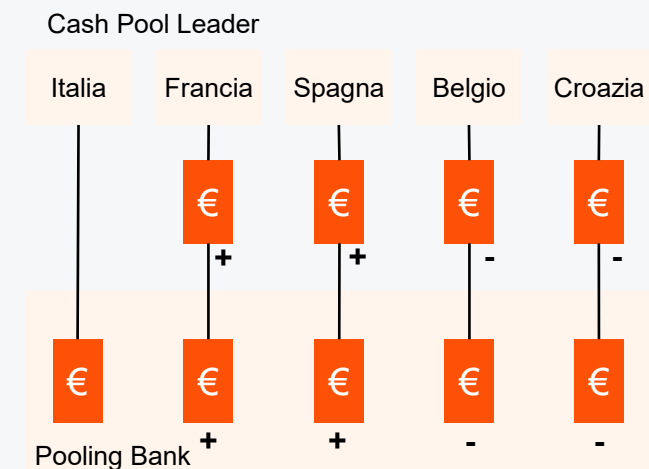
- riduzione dei costi di funding
- miglior rendimento della liquidità
- ottimizzazione dei flussi finanziari

### Principali tipologie di cash pooling

#### Physical Pooling (Zero balancing)



#### Notional Pooling



# Cash pooling

## Accurate delineation

Il cash pooling può essere utilizzato in modo improprio, in quanto operazioni formalmente di gestione della liquidità possono riflettere, nella sostanza, finanziamenti o depositi di lungo periodo, e rapporti creditizi stabili tra le entità del gruppo. Per questo, l'accurate delineation deve considerare:

### Struttura dell'accordo

L'analisi dell'accordo di cash pooling richiede di considerare **l'arrangement nel suo complesso**, e non le singole posizioni isolate.

Un cash pool differisce da un deposito individuale presso una banca, poiché i partecipanti non agiscono come semplici depositanti, ma agiscono nell'ambito di un **sistema integrato** di gestione della liquidità.

### Logica di gruppo

I partecipanti al cash pooling conferiscono o utilizzano liquidità nell'ambito di una **strategia complessiva del gruppo**, finalizzata alla gestione accentrata dei flussi finanziari.

L'operazione è parte di un **meccanismo collettivo** che consente di ottenere benefici che non sarebbero conseguibili individualmente, e che sono riservati ai membri del gruppo.

### Alternative disponibili

La decisione di partecipare al cash pooling deve essere valutata con riferimento alle **opzioni realisticamente disponibili**.

Nessun partecipante indipendente aderirebbe se ciò comportasse una posizione peggiore rispetto all'alternativa disponibile, tenendo conto sia del tasso, sia degli altri benefici derivanti dalla partecipazione al pooling.

### Sinergie di gruppo

I benefici del cash pooling derivano generalmente da sinergie di gruppo generate attraverso **un'azione coordinata** delle entità partecipanti.

Tali benefici devono essere identificati, quantificati e allocati tra i partecipanti sulla base di **un'analisi funzionale** che consideri la natura del vantaggio e il contributo delle diverse entità.

# Cash pooling

## Pricing

### Remunerazione del Cash Pool Leader

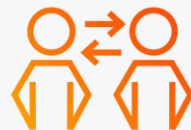
La remunerazione del Cash Pool Leader dipende dalle funzioni svolte, asset utilizzati e rischi assunti all'interno del cash pooling. In particolare, si può configurare in due diverse fattispecie:



#### Entrepreneur

- Il leader funge da banca in-house: assume rischio di credito, liquidità e di cambio.
- La remunerazione del leader consiste nello spread tra prelievi e depositi e nel rendimento sul capitale in eccesso investito.
- La remunerazione dei partecipanti si basa sui tassi di interesse di mercato (standard bancari).
- La determinazione dei prezzi tiene conto del profilo individuale del partecipante (rischio di credito).
- Il beneficio derivante dal cash pool rimane al leader.

Remunerazione basata su **metodo CUP**



#### Service provider

- Il leader svolge solo funzioni routinarie di coordinamento, mentre rischi e funzioni finanziarie sono gestiti dalla banca esterna.
- La sua remunerazione è inferiore al modello entrepreneur e consiste in una service fee/administrative charge.
- La banca gestisce operativamente il pool e applica gli interessi sul saldo netto complessivo; il leader agisce da coordinator.
- Il beneficio del cash pool va ai partecipanti: ai depositanti se il pool è cash long, ai prenditori di fondi se è cash short.

Remunerazione basata su **metodo Cost Plus**

### Remunerazione dei Cash Pool Members

- I partecipanti al cash pool sono remunerati mediante tassi di interesse arm's length applicati alle rispettive posizioni a debito e a credito nel pool.
- Tali tassi consentono anche di allocare tra i partecipanti i benefici di sinergia derivanti dal cash pooling, una volta determinata la remunerazione del cash pool leader.
- In linea generale, tutti i partecipanti dovrebbero risultare in una posizione migliore rispetto all'assenza del cash pool, beneficiando di condizioni finanziarie più favorevoli e/o di un accesso più stabile alla liquidità.

# Garanzie finanziarie

## OECD TPG Cap. X sezione D

### Para. 10.155, Linee Guida OCSE (2022)

«In generale, una garanzia finanziaria prevede che il garante adempia a determinati obblighi finanziari nel caso in cui il beneficiario della garanzia non sia in grado di farlo. [...]»

### Para. 10.157, Linee Guida OCSE (2022)

«Dal punto di vista del mutuatario, una garanzia finanziaria può influire sulle condizioni del prestito - ad esempio, l'esistenza di una garanzia può consentire al beneficiario della garanzia di ottenere un tasso di interesse più favorevole, poiché il mutuante ha accesso a un paniere più ampio di attività -, oppure sull'importo del prestito – ad esempio, consentendo al mutuatario di accedere a una somma maggiore di fondi.»

#### Yield approach

Il beneficio ottenuto dal mutuatario per effetto della garanzia è quantificato attraverso lo spread tra il tasso di interesse che sarebbe stato dovuto dallo stesso senza la garanzia ed il tasso di interesse che pagherebbe nel caso in cui ci fosse una garanzia.



Split del beneficio tra soggetto garantito e soggetto garante

Commissione di garanzia =  $i - i_g$

$i$

#### Stima del tasso di interesse

Nell'ipotesi di assenza di garanzia e tenendo conto del sostegno implicito del gruppo

$i_g$

#### Stima del tasso di interesse

Nell'ipotesi di presenza di una garanzia esplicita

#### Cost approach - «LGD framework»

Il pricing della garanzia è determinato in funzione del valore della perdita attesa che il garante potrebbe sostenere per effetto della garanzia fornita.

Commissione di garanzia =  $EL = PD * LGD * EAD$

PD

#### Stima della probabilità di default

Espressa attraverso l'assegnazione di un credit rating

LGD

#### Stima del tasso di perdita in caso di default

Stimata in base al framework regolamentare bancario Basilea II

EAD

#### Esposizione economica al momento del default

Equivale al valore nominale coperto dal contratto di garanzia

PD

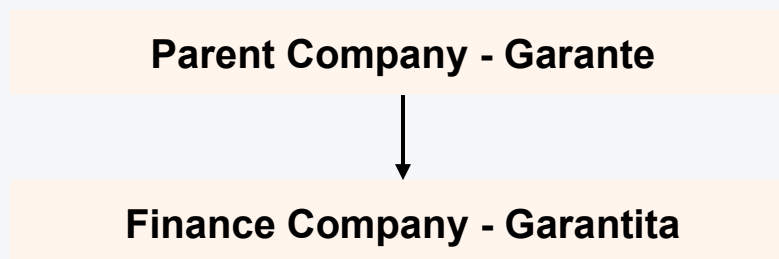
#### Stima della perdita attesa

L'importo è determinato moltiplicando i valori di (i) PD, (ii) LGD e (iii) EAD

# Garanzie finanziarie

## Case Study

Garanzia concessa dalla Parent Company sui bond emessi dalla Finance Company



### Approccio Guardia di Finanza (GdF)

Metodo utilizzato da GdF: **Yield approach**

Commissione di garanzia =  $i - i_g$

Stima del merito creditizio del Garante (facente parte di uno dei principali gruppi attivi nel settore energy) come soggetto autonomo ed indipendente dal gruppo BBB per tutti gli anni di imposta oggetto di verifica (i verificatori assegnavano un merito creditizio peggiore, su base stand alone, di quello del gruppo nel suo complesso, nel periodo di accertamento pari a A-).

Rilievo relativo al solo anno 1 approx. €396 mln.

### Approccio PwC

Metodo utilizzato da PwC: **Cost approach - «LGD framework»**

Commissione di garanzia =  $EL = PD * LGD * EAD$

Stima del merito creditizio del Garante determinato in relazione al credit rating della società controllante e coerentemente con le metodologie di attribuzione del merito creditizio pubblicate dalle agenzie di rating con riferimento alle c.d. finance subsidiaries.

Ripresa applicata per tutto il periodo oggetto di verifica (i.e. anno 1 anno 4) approx. €75,5 mln.

# 3

Evidenze da  
recenti TP audit

# Verifiche su transazioni finanziarie

## Principali rilievi osservati nelle verifiche fiscali su transazioni finanziarie infragruppo

---

### Finanziamenti infragruppo

Rideterminazione del tasso di interesse mediante applicazione di un metodo TP alternativo (cost of funds vs CUP), tipicamente nei casi di on-lending da parte del lender di provvista bancaria, al fine di contestare un tasso ritenuto eccessivo quando il borrower è la società italiana.

Revisione critica dei comparabili selezionati e/o del database utilizzato nell'applicazione del CUP, con operazioni di cherry picking volte a restringere o spostare il range arm's length.

Contestazione del credit rating del borrower attraverso l'utilizzo di tool e/o approcci differenti (group vs stand-alone), con conseguente rideterminazione del tasso arm's length.

Riqualificazione di finanziamenti di breve periodo in strumenti di medio-lungo termine – in particolare quando il lender è la società italiana – al fine di applicare un tasso di interesse più elevato.

Riqualificazione del finanziamento in apporto di capitale, nei casi di indebitamento del borrower eccedente la debt capacity, ovvero in presenza di termini contrattuali non congrui o incompleti (e.g. assenza di contratto scritto, maturity non esplicitata, condotta delle parti non coerente con la forma contrattuale).

### Cash pooling

Riqualificazione di posizioni (debitorie o creditorie) che permangono stabilmente nel cash pool come finanziamenti / depositi a medio-lungo termine, con l'applicazione di tassi di interesse più elevati.

Contestazione del tasso di interesse attraverso (i) rideterminazione del merito creditizio dei singoli CPPs e (ii) sostituzione del benchmark di mercato (curve di rendimenti fornite da Bloomberg e Moody's vs identificazione di singole operazioni comparabili).

---

### Garanzie finanziarie

Identificazione e quantificazione di una guarantee fee nei casi di garanzie infragruppo prestate a titolo gratuito, con conseguente imputazione di un componente positivo di reddito in capo al garante.

Divergenza significativa nei risultati derivanti dall'applicazione di metodologie diverse (yield approach vs cost approach).

# Grazie

---

**Anna Cristofoli**

Senior Manager | PwC Tax

+39 349 8622733

[anna.cristofoli@pwc.com](mailto:anna.cristofoli@pwc.com)

[pwc.com/it](https://www.pwc.com/it)

© 2026 PwC Tax Società tra Professionisti Srl. All rights reserved. “PwC” & TLS refers to PwC Tax Società tra Professionisti Srl or PwC Tax and Legal Solutions and may sometimes refer to the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors. Please see [www.pwc.com/structure](https://www.pwc.com/structure) for further details.