

TRANSFER PRICING DEI GRUPPI DI GESTIONE ATTIVI NEL SETTORE DEL PRIVATE EQUITY

SOMMARIO: 1. *Le strutture di gestione dei fondi di private equity. Il ruolo delle advisory company* – 2. *La catena del valore ai fini del transfer pricing* – 3. *Applicazione del transfer pricing ai rapporti tra gestore e advisor* – 4. *Gestione del rischio di stabile organizzazione* – 5. *Conclusioni*.

1. *Le strutture di gestione dei fondi di private equity. Il ruolo delle advisory company*

L'attività di gestione dei fondi di *private equity* nell'Unione europea è disciplinata dalla Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi ("AIFMD") e dal Regolamento delegato UE n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 (1).

Ai sensi dell'AIFMD (2) l'istituzione, gestione e commercializzazione dei fondi di investimento alternativi ("FIA"), tra cui rientrano i fondi di *private equity*, è riservata ai gestori aventi sede in uno Stato Membro dell'UE ("GEFIA"), ivi specificamente autorizzati e vigilati, che siano conformi alle regole e ai requisiti stabiliti dalla Direttiva stessa e abbiano ottenuto il cosiddetto "Passaporto".

Il GEFIA può richiedere il Passaporto e organizzare la gestione di FIA istituiti in altri Stati UE, alternativamente, (i) attraverso la creazione di una stabile organizzazione nello Stato di istituzione del FIA ovvero (ii) in regime di libera prestazione di servizi. Ciascuna opzione è caratterizzata da una procedura diversa e da un diverso impatto sull'organizzazione del GEFIA.

I GEFIA che operano come "piattaforme" di gestione di FIA paneuropei spesso si avvalgono di entità affiliate per lo svolgimento di funzioni di supporto alle proprie attività nei territori dove sono effettuati gli

investimenti del fondo.

Accade frequentemente che il gestore si organizzi affidando ad *advisory company* locali appartenenti al medesimo gruppo, in base ad appositi contratti di *advisory/consulting*, il compito di (i) condurre studi di mercato volti a identificare, valutare e presentare al gestore opportunità di investimento nello Stato in cui lo stesso opera, fissandone a volte i termini e le condizioni (anche economiche); (ii) effettuare il monitoraggio degli investimenti e produrre la relativa reportistica; (iii) fornire servizi ausiliari al gestore con riferimento alle società in portafoglio, tra cui la ricerca di personale idoneo a sostituire e/o integrare il *management* delle stesse; (iv) proporre al gestore la strategia di uscita dall'investimento più efficace, adoperandosi per trovare acquirenti per gli investimenti del fondo. La decisione finale in merito all'effettuazione e alla dismissione dell'investimento resta sempre in capo al gestore, che agisce in maniera autonoma e discrezionale rispetto a qualsiasi altro soggetto, nell'interesse degli investitori.

L'attività di *advisory/consulting*, a differenza di quella di gestione, non è riservata e in genere non necessita di specifiche autorizzazioni.

A fronte dei servizi prestati solitamente l'*advisor* è remunerato dal gestore su base oraria o giornaliera con riferimento a fasce retributive differenziate in base al livello dei professionisti impiegati nello svolgimento dell'incarico.

2. *La catena del valore ai fini del transfer pricing*

Com'è noto, la remunerazione tipica riconosciuta dagli investitori ai gestori per lo svolgimento delle funzioni loro affidate è rappresentata dalle commissioni di gestione, in genere commisurate all'ammontare del fondo o al valore netto degli *assets*.

La commissione di gestione è normalmente "di mercato" in quanto è negoziata tra parti terze e indipendenti, ossia il gestore e gli investitori, nell'ambito del mandato di gestione (sul punto si veda meglio *infra* al paragrafo 4).

L'affidamento dei servizi di *advisory* ad entità appartenenti al medesimo gruppo del gestore, localizzate nelle varie giurisdizioni in cui il FIA investe, implica invece lo svolgimento di operazioni tra parti correlate in relazione alla gestione e all'operatività del fondo e, dunque, la necessità di condurre un'accurata analisi di *transfer pricing* al fine di determinare la remunerazione *at arm's length* (3).

(3) Per quanto riguarda l'Italia, ai sensi dell'art. 110, settimo comma, del TUIR.

(1) In Italia la gestione e commercializzazione dei FIA è disciplinata, *inter alia*, dal D.Lgs. 4 marzo 2014, n. 44, emanato in attuazione della delega legislativa contenuta nell'art. 1, primo comma, della legge di delegazione europea 6 agosto 2013, n. 96, per effetto del recepimento della AIFMD. Detto decreto attuativo ha apportato una serie di modifiche civilistiche, regolamentari e fiscali alla disciplina degli organismi di investimento collettivo del risparmio (di seguito "OICR"), intervenendo sul D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" o "TUF"). La disciplina è completata dal D.M. 5 marzo 2015, n. 30, contenente il regolamento attuativo dell'art. 39 del TUF concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani, dal Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio (del 19 gennaio 2015, come successivamente modificato), dal Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari (del 29 ottobre 2007, come successivamente modificato) e dai regolamenti "Emittenti" (n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato) e "Intermediari" (n. 20307 del 15 febbraio 2018, come successivamente modificato) emessi dalla Consob in attuazione del TUF.

(2) E, per quanto concerne l'Italia, delle leggi e dei regolamenti attuativi citati nella precedente nota.

In generale, i prezzi di trasferimento delle transazioni tra il gestore e le entità correlate devono tenere conto delle funzioni svolte, dei rischi assunti e degli *assets* utilizzati in ciascuna delle giurisdizioni in cui opera il gruppo.

A tale proposito, rileva l'identificazione delle funzioni tipicamente svolte in relazione alla gestione e operatività dei fondi d'investimento, quali *inter alia* (i) la raccolta dei capitali e la gestione del rapporto con gli investitori; (ii) la ricerca di mercato e l'identificazione delle opportunità d'investimento; (iii) la *due diligence* sui possibili investimenti; (iv) la strutturazione dell'investimento; (v) il monitoraggio e la gestione degli investimenti in portafoglio; (vi) il disinvestimento.

La raccolta dei capitali, che costituisce certamente una c.d. *key value adding function* nel settore, viene svolta solitamente dalla società di gestione (eventualmente coadiuvata da *placement agent* terzi) e il successo di tale attività dipende in primo luogo dalla reputazione del gestore e dalla attrattività della strategia di investimento proposta. L'importanza e l'efficacia di tale funzione varia, quindi, anche a seconda della notorietà acquisita dal gestore in un certo mercato ovvero può dipendere dalle condizioni economiche contingenti e prospettive (se favorevoli o meno agli investimenti). Nello svolgimento di tale funzione (e nella creazione del valore generato dall'attività di raccolta) può assumere rilievo anche la reputazione e il *track record* del *team* attivo nell'*advisory company*; ciò può verificarsi, ad esempio, quando i professionisti dell'*advisory company* sono direttamente o indirettamente coinvolti nell'attività di raccolta (*i.e.* incontrano gli investitori; il loro *track record* è utilizzato dal gestore come strumento di *marketing*, etc.).

L'individuazione delle opportunità d'investimento nelle varie giurisdizioni in cui il fondo investe, come sopra accennato, può essere affidato dal gestore all'*advisor* locale affiliato. Attività correlata è la ricerca di mercato *ex ante* e la *due diligence* sulle opportunità individuate.

Le attività decisionali, di assunzione e gestione del rischio – soprattutto reputazionale – legato all'attività della *firm* in merito agli investimenti del fondo sono svolte centralmente dal gestore. L'*advisor* svolge invece normalmente funzioni di supporto in relazione alle società in portafoglio, in linea con il piano e gli obiettivi d'investimento predeterminati dal gestore.

Al fine di condurre una corretta analisi di *transfer pricing* è necessario dunque, per prima cosa, determinare il ruolo svolto da ciascun soggetto all'interno della catena di produzione del valore, per poi individuare il corretto metodo di remunerazione della relativa attività.

Un aspetto fondamentale dell'analisi funzionale è l'individuazione di quale soggetto sopporti i rischi legati all'attività della *firm* nel suo complesso, segnatamente (i) il rischio legale (ossia di subire azioni di responsabilità da parte degli investitori o, ad esempio, azioni legali derivanti dall'attività relativa alla gestione delle società in portafoglio); (ii) il rischio reputazionale; (iii) il rischio di mercato (ossia di perdite dovute alla sproporzione dei costi della gestione rispetto ai ricavi realizzati); (iv) il rischio operativo (legato a inefficienze interne all'apparato gestorio); (v) il rischio legato alla *compliance* normativa.

3. Applicazione del *transfer pricing* ai rapporti tra gestore e *advisor*

I metodi proposti dall'OCSE (4) per determinare i prezzi di trasferimento nelle transazioni infragruppo sono comunemente adottati dai gruppi attivi nel settore della gestione del risparmio con ramificazioni internazionali. Tali metodi, si ricorda, sono “*i metodi tradizionali basati sulla transazione*” e i “*metodi basati sull'utile delle transazioni*”, che possono tutti essere validamente utilizzati per stabilire se le condizioni poste in essere nelle relazioni commerciali o finanziarie tra le imprese associate siano coerenti con il principio di libera concorrenza. I metodi tradizionali basati sulla transazione sono il metodo del “*confronto di prezzo*” (CUP), il metodo del “*prezzo di rivendita*” e il metodo del “*costo maggiorato*” (*cost-plus*). I metodi basati sull'utile delle transazioni sono il metodo del “*marginetto netto della transazione*” (TNMM) e il metodo della “*ripartizione dell'utile*” (*profit split*). In generale, la selezione di un metodo tra quelli indicati dall'OCSE per la determinazione dei prezzi di trasferimento deve porsi l'obiettivo di individuare quello più appropriato per il caso di specie (per la funzione specifica da remunerare).

Ad esempio, per quanto riguarda le attività di gestione in delega è talvolta possibile determinare la remunerazione della prestazione interna, tra soggetto delegante e soggetto delegato appartenenti al medesimo gruppo, sulla base di un'analisi dei dati di mercato relativi alle commissioni applicate da soggetti terzi, attraverso la consultazione dei prospetti dei fondi e delle banche dati di settore, in applicazione del metodo del confronto con i prezzi applicati tra imprese indipendenti (CUP esterno). Ciò accade invero più frequentemente con riferimento alla gestione dei fondi c.d. UCITS (5).

Diversamente per i fondi di *private equity*, poiché è infrequente che i servizi di *advisory* siano affidati dal gestore a soggetti terzi rispetto al gruppo di appartenenza, risultano raramente disponibili contratti utilizzabili come comparabili ai fini dell'applicazione del metodo CUP.

In assenza di transazioni comparabili “*interne*” (solitamente l'*advisor* opera solo nei confronti del gruppo di appartenenza e non nei confronti di operatori terzi) ovvero di dati pubblici su transazioni comparabili esterne (che intervengono tra soggetti terzi indipendenti) risulterà allo stesso modo difficile l'utilizzo del TNMM, che esamina l'utile netto relativo ad una certa base (costi, ricavi, etc.) che un contribuente realizza da una transazione con imprese associate, il quale viene determinato con riferimento all'indicatore di utile netto (ad esempio, *net cost plus*) che lo stesso contribuente realizza nel corso di transazioni con imprese indipendenti o che sarebbe stato realizzato in transazioni comparabili tra imprese indipendenti.

In generale, la determinazione del metodo più appropriato per stabilire la remunerazione delle attività

(4) Cfr. capitolo 2 delle *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations* recentemente aggiornate con i contenuti delle *Actions* 8-10 del progetto BEPS (di seguito le “*Linee Guida*”), rilasciate dall'OCSE il 10 luglio 2017. Sul piano nazionale, la validità di tali metodi è confermata nell'art. 4 del D.M. 14 maggio 2018.

(5) Di cui alla Direttiva 2009/65/CE.

svolte dall'*advisor* (parte correlata) in favore del gestore dipende dalle circostanze del caso concreto, derivanti sia dagli accordi contrattuali sia dalla condotta delle parti.

Nel caso in cui l'*advisor* si limiti a svolgere un'attività di consulenza in favore del gestore ai fini dell'individuazione delle opportunità di investimento e di disinvestimento (anche attraverso l'attività di ricerca di mercato e *due diligence*), di monitoraggio degli investimenti effettuati e di reportistica, il metodo unilaterale c.d. del "*costo maggiorato*" (o *cost plus*), largamente utilizzato nella prassi operativa del settore, può risultare adeguato ad individuare la remunerazione di mercato per tali servizi di supporto e ausiliari all'attività di gestione (laddove, come accade frequentemente, non sia applicabile il CUP).

Qualora invece l'*advisor* svolga funzioni ulteriori, attinenti alla gestione degli investimenti (compresa, ad esempio, la partecipazione alla negoziazione dei termini e delle condizioni degli investimenti con le controparti), e tali funzioni siano altamente integrate con quelle svolte dal gestore (per cui le funzioni sono interdipendenti, le une non possono essere valutate isolatamente dalle altre e tutte sono finalizzate al raggiungimento del medesimo obiettivo), potrebbe essere opportuno valutare l'adozione del metodo del *profit split*, che consente di ripartire la remunerazione dell'attività di gestione tra gestore e *advisor* secondo certe chiavi allocative. Tale metodo appare infatti più adatto rispetto al *cost plus* in presenza di un elevato livello di integrazione, rilevanza e unicità dei contributi offerti dal gestore e dall'*advisor* alla creazione del valore per il gruppo di gestione. Il livello di integrazione può essere valutato anche, ad esempio, tenendo conto del grado di coinvolgimento delle *key person* (attive presso il gestore o l'*advisor*) nei meccanismi di *governance* e di remunerazione della *firm*.

Il metodo del *profit split* si fonda sull'attribuzione a ciascuna impresa associata che partecipa ad un'operazione con un'altra impresa associata della quota di utile (o perdita) derivante da tale operazione, determinata in base alla ripartizione che sarebbe stata concordata in operazioni comparabili tra parti indipendenti, tenendo conto del contributo rispettivamente offerto alla realizzazione dell'operazione dalle imprese associate (*Contribution analysis*) ovvero attribuendo a ciascuna di esse quota parte dell'utile (o della perdita) che residua dopo che alcune delle funzioni svolte in relazione all'operazione siano state valorizzate sulla base di uno degli altri metodi di valorizzazione sopra elencati (*Residual analysis*).

L'applicazione in concreto del metodo attraverso la *Residual analysis* (più comunemente utilizzata dagli operatori) comporta, in primo luogo, lo svolgimento di un'accurata analisi funzionale finalizzata a delineare le funzioni svolte, i rischi assunti e gli *assets* utilizzati da ciascuna parte correlata. Nell'applicazione del metodo si dovrà dunque opportunamente tenere conto di quale entità all'interno del gruppo di gestione assuma le decisioni rilevanti ai fini del controllo dei rischi e abbia la capacità finanziaria di assumere gli stessi (6). Al riguardo è verificabile la circostanza che i rischi legali (ossia di azioni da parte degli investitori o delle società *target*) sono normalmente in capo al

gestore, che li sopporta finanziariamente nel caso in cui si concretizzano (salvo il caso in cui dipendenti o collaboratori dell'*advisor* svolgano attività amministrative o direttive nelle società in portafoglio, assumendo conseguentemente rischi personali). In un contesto di elevata integrazione i rischi reputazionale, di mercato, operativo, di *compliance* sono invece generalmente condivisi dal gestore e dall'*advisor*.

La successiva analisi è poi ripartita in due fasi. Nella prima fase, a ogni partecipante alla transazione controllata viene attribuito un utile sufficiente a consentirgli di ricevere una remunerazione minima appropriata al tipo di funzione di base svolta (*routine profit*). Nella generalità dei casi si tratta di funzioni a basso valore aggiunto (non si prende generalmente in considerazione la remunerazione generata da beni unici e di valore rilevante detenuti dai partecipanti alla transazione) che sono remunerate anche con il metodo del "*costo maggiorato*", ossia mediante l'applicazione di un *mark-up* sui costi operativi sostenuti che varia solitamente dal 5% al 15%. Nella seconda fase, l'utile (o la perdita) che residua (*residual profit*) dopo la ripartizione effettuata con la prima fase (ossia, nel caso in esame, le commissioni di gestione al netto dei costi e del *routine profit*) è ripartita tra le parti della transazione in base a certe chiavi allocative determinate in base ad un'analisi dei fatti e delle circostanze del caso, tenendo conto del livello di integrazione dell'attività.

Essenziale ai fini della corretta applicazione del metodo di ripartizione dei profitti è dunque la scelta della corretta chiave allocativa, la quale deve essere guidata da ragioni economicamente valide, al fine di produrre una ripartizione che sarebbe stata adottata tra imprese indipendenti in circostanze simili.

Nel contesto delle *private equity firm* e dei rapporti tra gestore e *advisor* di uno stesso gruppo con ramificazioni internazionali si potrebbero individuare come possibili chiavi allocative gli *Asset under Management* (AuM) o il costo del lavoro delle *key person* (ossia dei professionisti che contribuiscono in maniera significativa alla creazione del valore).

Gli AuM costituiscono la chiave allocativa suggerita nel documento *The application of the profit split method within the EU*, Marzo 2019, dell'EU *Joint Transfer Pricing Forum* della Commissione europea ("EU JTPF"). Proprio con riferimento al settore dell'*asset management*, l'EU JTPF ritiene che gli AuM siano il principale *driver* per i ricavi: infatti, il profitto che viene ripartito è sostanzialmente la commissione di gestione (al netto dei costi), la quale normalmente è appunto commisurata agli AuM. Peraltro, per le chiavi allocative c.d. "*asset-based*", l'EU JTPF ritiene preferibile che gli *asset* siano valorizzati al *fair value*; ciò è garantito nel caso degli AuM, valorizzati in base alle transazioni sul libero mercato o da esperti indipendenti. Tuttavia lo stesso EU JTPF ammette che l'utilizzo degli AuM come chiave allocativa potrebbe dovere essere limitato a particolari casi (senza aggiungere ulteriori specificazioni).

Volendo declinare in concreto l'indicazione dell'EU JTPF, è ipotizzabile che – a seconda dei casi – i *residual profits* siano suddivisi in base alla localizzazione geografica dei fondi in gestione; ad esempio, la quota percentuale dell'ammontare degli AuM in un cer-

(6) Cfr. Linee Guida OCSE, D.1.21.4.

to Stato rispetto all'ammontare totale degli AuM del gruppo può essere utilizzata per individuare i profitti indirettamente riferibili a detto Stato. In alternativa potrebbe darsi rilevanza alla localizzazione geografica degli *assets* in cui il fondo investe ovvero ancora all'ammontare degli AuM gestiti in delega.

Tuttavia, l'impiego di tale chiave allocativa nel settore del *private equity* sembra non del tutto appropriato o quantomeno problematico. Infatti, per questa tipologia di fondi al momento della costituzione il patrimonio ancora non esiste e continua a non materializzarsi fin quando non viene progressivamente richiamato il *commitment* (ossia l'impegno di versamento degli investitori). Pertanto, ciò che viene gestito dalle *private equity firm* nella fase di promozione e avvio del fondo, su cui si concentrano gli sforzi del *team*, è la raccolta delle sottoscrizioni, l'individuazione e selezione delle opportunità d'investimento e l'impiego del *commitment* degli investitori nei vari investimenti individuati. Solo quando il *commitment* viene richiamato e investito si "concretizzano" dunque gli *asset under management*.

Né il *commitment* è, generalmente, destinato in via predefinita a certe aree geografiche piuttosto che ad altre, in modo che tale allocazione possa consentire una ripartizione dei "futuri" AuM (e delle relative commissioni) tra le varie entità locali della *firm*. È evidente che nelle ipotesi in cui una tale predefinita fosse prevista sarebbe possibile ragionare in termini diversi.

In realtà nei fondi di *private equity* il "peso" dei singoli investimenti locali in rapporto al totale degli investimenti può variare significativamente nel corso della vita del fondo ed è normalmente casuale (nel senso che in un certo anno possono essere maggiori o minori gli investimenti italiani rispetto a quelli francesi, tedeschi, US, etc.): pertanto non necessariamente esso rappresenta in maniera attendibile il contributo del *team* locale alla formazione del reddito della *firm*.

Diversamente, il costo del lavoro delle *key person* alle dipendenze della *firm* può rappresentare una valida *key allocation*, più idonea al contesto di cui trattasi e più attendibile degli AuM per quanto sopra specificato. La professionalità, competenza e reputazione dei professionisti impiegati presso il gestore o l'*advisor* costituisce certamente un *key value driver* nel settore. Inoltre tale chiave allocativa ha la caratteristica di essere strettamente connessa alle funzioni svolte e ai rischi assunti dai soggetti coinvolti. Attraverso questa chiave allocativa le commissioni di gestione sono ripartite in funzione dello sforzo profuso dal personale per la creazione del valore per la *firm* (anche in termini, ad esempio, di impegno orario) a prescindere dai risultati ottenuti in termini di AuM gestiti o dalla *performance* degli investimenti. Peraltro, la remunerazione contrattualmente prevista per l'attività delle *key person* tiene indirettamente conto della *seniority* e della reputazione del professionista in base ai risultati storici ottenuti (quindi già contiene una "ponderazione" in tal senso). Nel caso si optasse per la scelta di tale chiave allocativa, si ritiene di non dover considerare il c.d. *carried interest* che, se pure dal punto di vista regolamentare fa parte della remunerazione variabile del dipendente, dal punto di vista fiscale e soprattutto economico costituisce una forma di remunerazione (seppure rafforzata) del capitale investito e non rappresenta un

costo della *firm*.

Peraltro, in taluni casi non può escludersi che potrebbe risultare utile ipotizzare metodologie di applicazione del *profit split* che tengano conto in maniera combinata di entrambe le suddette chiave allocative (costo del personale e AuM) al fine di ottenere risultati più accurati.

4. Gestione del rischio di stabile organizzazione

Secondo la nuova definizione di stabile organizzazione personale contenuta nell'art. 162 del TUIR, come modificato dalla legge 27 dicembre 2017, n. 205 (la "legge di bilancio 2018"), tale fattispecie è in linea di principio integrata ogniqualvolta un soggetto agisca nel territorio dello Stato per conto di un'impresa non residente e abitualmente concluda contratti o, semplicemente, "operi" ai fini della conclusione di contratti (ad esempio, mediante la partecipazione alle trattative contrattuali) che vengono poi perfezionati, senza modifiche sostanziali, da parte dell'impresa non residente (7) (8).

(7) Si consenta il rinvio a F. BRUNELLI - S. TRONCI, *La nuova definizione di stabile organizzazione personale e disciplina del transfer pricing nell'ambito dei gruppi*, in *Boll. Trib.*, 2018, 1218. L'aggiornamento della definizione di stabile organizzazione personale e di agente indipendente nell'art. 162 del TUIR segue gli esiti raggiunti dall'OCSE nell'ambito del progetto *Base Erosion and Profit Shifting* ("BEPS") e, in particolare, la pubblicazione del *Report* finale sull'Action 7. I contenuti delle Azioni BEPS potranno essere progressivamente recepite (in vario modo) all'interno dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni vigenti attraverso la ratifica da parte degli Stati firmatari (di cui l'Italia fa parte) della Convenzione Multilaterale adottata dall'OCSE il 26 novembre 2016. In particolare, le conclusioni dell'Action 7 si sono tradotte nell'art. 12 della Convenzione Multilaterale rispetto al quale l'Italia ha formulato una riserva completa di disapplicazione; la riserva è tuttavia provvisoria fino al deposito dello strumento di ratifica da parte dell'Italia. Ciò significa che, salvo il caso in cui la riserva sia ritirata o limitata, la disposizione di cui all'art. 12 non sarà automaticamente recepita nei trattati bilaterali conclusi dall'Italia "coperti" dalla Convenzione Multilaterale (ossia presentati all'OCSE da entrambi gli Stati firmatari). In tal caso, le norme convenzionali in vigore (la cui formulazione resterebbe invariata, per effetto della riserva, con riferimento alla definizione di stabile organizzazione personale) che dovessero risultare in concreto applicabili prevarranno sulla norma domestica, che avrà dunque in concreto un'operatività limitata (salvo che quest'ultima non sia più favorevole per il contribuente ai sensi dell'art. 169 del TUIR). Va comunque evidenziata la valenza interpretativa del nuovo Commentario all'art. 5 e la sua potenziale rilevanza anche ai fini delle Convenzioni che non saranno adeguate ai nuovi *standard*. Peraltro l'Italia potrebbe comunque modificare i singoli trattati per le parti non rinnovate "automaticamente" attraverso la Convenzione multilaterale. Sulla valenza interpretativa dei nuovi paragrafi del Commentario alla luce della riserva espressa dall'Italia, cfr. S. MAYR - G. FORT, *La nuova definizione di stabile organizzazione* (art. 162 del TUIR), in *Boll. Trib.*, 2018, 487; e circ. Assonime 15 luglio 2018, n. 15, p. 64-65.

(8) Sul piano internazionale, fino alle modifiche recentemente intervenute, l'art. 5, par. 5, delle Convenzioni basate sul Modello OCSE, prevedeva la configurazione di una stabile organizzazione personale solo laddove i contratti fossero conclusi dall'agente in nome dell'impresa estera o comunque fossero legalmente vincolanti per quest'ultima. Nella nuova versione si prevede che la stabile organizzazione personale sia configurabile anche ove l'agente, pur non concludendo direttamente contratti in nome dell'im-

Peraltro, ai sensi del nuovo settimo comma dell'art. 162 del TUIR, quando un soggetto opera esclusivamente, o quasi esclusivamente, per conto di una o più imprese alle quali è "strettamente correlato" (9), tale soggetto in ogni caso non è considerato un "agente indipendente"; dunque in tale circostanza si prescinderebbe da ogni ulteriore analisi in merito all'indipendenza giuridica (i.e. subordinazione alle direttive del committente) o economica (i.e. sopportazione del rischio imprenditoriale) dello stesso (10).

Nell'ipotesi in cui l'*advisor* "operi" in Italia ai fini della conclusione di contratti (ad esempio di acquisto o cessione di partecipazioni) a favore del gestore estero, pur appartenendo essi al medesimo gruppo e trovandosi in un rapporto di sostanziale esclusiva, non dovrebbe normalmente applicarsi la presunzione che qualificerebbe l'*advisor* come stabile organizzazione personale (i.e. agente "dipendente") in Italia del gestore. Questo in quanto ordinariamente, secondo la prassi di settore, le principali condizioni contrattuali vengono comunque sottoposte all'esame preventivo, alla discussione e all'approvazione nell'ambito di Comitati di investimento costituiti in seno al gestore (che si ricorda rimane autonomamente responsabile delle scelte di investimento).

Ma anche laddove dovesse risultare, in particolari circostanze, che il gestore recepisca acriticamente quanto proposto dall'*advisor*, la configurazione di una stabile organizzazione dovrebbe tuttavia rivelarsi ininfluente (inutile) per l'erario, qualora le funzioni svolte dall'*advisor* siano correttamente individuate e remunerate in base ad una adeguata politica dei prezzi di trasferimento infragruppo.

Come già rilevato in altra sede (11), nel caso di contestazione di una stabile organizzazione in Italia occorrerebbe determinare gli utili ad essa attribuibili

presa non residente, svolga abitualmente "the principal role leading to the conclusion of contracts", che vengono ordinariamente perfezionati senza sostanziali modifiche dall'impresa estera, salvo che l'agente non svolga tale attività quale agente indipendente. Rispetto al quadro internazionale le modifiche apportate dalla legge di bilancio 2018 al sesto comma dell'art. 162 del TUIR si collocano su un piano parzialmente diverso: a differenza di quanto previsto dall'OCSE e contenuto nell'art. 12 della Convenzione Multilaterale, secondo il diritto domestico non è necessario che l'agente svolga il ruolo "principale" nella conclusione dei contratti, ma è sufficiente che lo stesso "operi" ai fini della conclusione dei medesimi.

(9) La definizione è contenuta, per quanto attiene alla normativa domestica, nel nuovo comma 7-bis dell'art. 162 del TUIR, ove si prevede che un soggetto si considera strettamente correlato a un'impresa se, tenuto conto di tutti i fatti e le circostanze rilevanti, l'uno ha il controllo dell'altra ovvero entrambi sono controllati da uno stesso soggetto. In ogni caso, un soggetto è considerato strettamente correlato a un'impresa se l'uno possiede direttamente o indirettamente più del 50% della partecipazione dell'altra o, nel caso di una società, più del 50% del totale dei diritti di voto e del capitale sociale, o se entrambi sono partecipati da un altro soggetto, direttamente o indirettamente, per più del 50% della partecipazione o, nel caso di una società, per più del 50% del totale dei diritti di voto e del capitale sociale.

(10) Per la ricostruzione della modifica normativa operata dalla legge di bilancio 2018 all'art. 162 del TUIR cfr. D. AVOLIO, *La nuova definizione di stabile organizzazione*, in *Corr. trib.*, 2018, 265.

(11) Cfr. F. BRUNELLI - S. TRONCI, *op. cit.*

ai sensi dell'art. 152 del TUIR ovvero dell'art. 7 della Convenzione basata sul Modello OCSE (12) stipulata tra l'Italia e lo Stato di residenza del soggetto estero (nel caso di specie, il gestore).

In particolare, gli utili attribuibili alla stabile organizzazione sarebbero quelli che essa potrebbe attendersi di conseguire se fosse un'impresa distinta e separata che svolge attività identiche o analoghe, considerando le funzioni svolte, i beni utilizzati e i rischi assunti (secondo il c.d. "functionally separate entity approach") (13).

L'analisi funzionale finalizzata ad attribuire i redditi alla stabile organizzazione dovrebbe essere condotta nel rispetto dell'approccio autorizzato dall'OCSE, ossia applicando per analogia le Linee Guida in materia di prezzi di trasferimento e trattando la stabile organizzazione e la casa madre come imprese associate che pongono in essere transazioni interne.

Ne deriverebbe la necessaria applicazione analogica dell'art. 9 della Convenzione applicabile (14), che richiede l'osservanza del principio di libera concorrenza nella determinazione dei corrispettivi delle transazioni infragruppo. Sarebbe poi necessario dedurre dai profitti attribuiti alla stabile organizzazione personale l'ammontare dei profitti realizzati dall'*advisor* in Italia per la sua attività a favore del gestore, i quali costituirebbero un costo per la stessa (15).

Ebbene, nel caso in cui la ripartizione tra gestore e *advisor* dei profitti relativi all'attività svolta in Italia sia conforme all'art. 9 della Convenzione basata sul Modello OCSE, che richiede l'osservanza del principio di libera concorrenza nella determinazione dei corrispettivi delle transazioni infragruppo, sottraendo i profitti dell'*advisor* a quelli in ipotesi attribuibili alla stabile organizzazione in esso personificata, non do-

(12) L'ultima versione del Modello OCSE e del relativo Commentario, che recepisce le modifiche proposte nell'ambito del progetto BEPS, è stata pubblicata dall'OCSE il 12 gennaio 2018.

(13) La disciplina sull'attribuzione di utili e perdite alla stabile organizzazione, secondo il c.d. "approccio autorizzato dall'OCSE" è contenuta nel "Report on the Attribution of Profits to Permanent Establishments" del 22 luglio 2010. I contenuti del Report sono riflessi nell'art. 7 del Modello OCSE come modificato nel 2010 alla luce delle posizioni espresse nel documento. L'applicabilità dei criteri indicati nel Report anche dopo le modifiche apportate al Modello OCSE e al relativo Commentario a seguito del progetto BEPS è stata confermata dall'OCSE nel documento "Additional Guidance on the attribution of profits to Permanent Establishments" del 15 settembre 2017 (confermato nella versione finale del documento rilasciata il 22 marzo 2018). Il metodo previsto dall'OCSE (e recepito nel TUIR nell'art. 152) al fine di determinare i redditi attribuibili alla stabile organizzazione è quello di operare una finzione in base alla quale la stabile organizzazione, pur non essendo giuridicamente distinta, è trattata come un soggetto indipendente rispetto al resto dell'impresa di cui è parte e ad ogni altro soggetto.

(14) In particolare, ai sensi dell'art. 9 è stabilito che nel caso in cui due imprese associate, nelle loro relazioni commerciali o finanziarie, sono vincolate da condizioni, convenute 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 di conseguenza.

(15) Cfr. in tal senso OCSE, BEPS Action 7, *Additional Guidance on the Attribution of Profits to PE*, § 10 ss.

vrebbe residuare alcuna ricchezza imponibile in capo a quest'ultima (16).

In termini estremamente sintetici, il ragionamento alla base di questa conclusione è che il profitto riveniente alla società italiana in qualità di *advisor*, se conforme al principio di libera concorrenza di cui all'art. 9 della Convenzione, deve essere considerato adeguato a remunerare l'attività complessiva dalla stessa

(16) Si tratta del c.d. “*single taxpayer approach*” proposto da alcuni commentatori, secondo cui in ogni caso la remunerazione di mercato corrisposta all'impresa residente per le attività di agente svolte in favore dell'impresa non residente estinguerebbe per compensazione tutti gli utili attribuibili alla stabile organizzazione personale. Secondo l'OCSE (cfr. *Report*, par. 234 ss., p. 60 ss.) è invece possibile, a seconda delle circostanze, che alla stabile organizzazione personale siano attribuiti profitti che non sono attribuibili all'impresa residente per la sua attività di agente: il *single taxpayer approach* non consentirebbe un'equa ripartizione dei diritti impositivi tra le giurisdizioni coinvolte, poiché non tiene conto di certi beni e rischi afferenti all'attività svolta nella giurisdizione della stabile organizzazione (ove vengono esercitate le *significant people functions*) semplicemente in ragione del fatto che tali beni e rischi appartengono legalmente all'impresa non residente. Il rapporto tra l'art. 7 e l'art. 9 del Modello OCSE (e la possibile sovrapposizione tra il nuovo concetto di stabile organizzazione personale e la disciplina in materia di *transfer pricing*) è stato fatto nuovamente oggetto di analisi da parte dell'OCSE nel documento “*Additional Guidance on the Attribution of Profits to Permanent Establishments*” del 15 settembre 2017, ove l'Organizzazione ha riconfermato la preferenza per il c.d. *dual taxpayer approach*. Nel citato documento, tuttavia, l'OCSE si mostra sensibile alle esigenze di semplificazione degli obblighi di *compliance* dei contribuenti. In particolare, l'OCSE fornisce alcuni esempi illustrativi concernenti l'attribuzione di profitti alla stabile organizzazione personale quando l'agente dipendente sia anche un'entità associata: in tutti gli esempi prospettati, l'OCSE consente alle Amministrazioni finanziarie nazionali, per ragioni di convenienza e semplificazione, di assoggettare ad imposizione solo l'entità associata, ai sensi dell'art. 9 del Modello OCSE, anche ove l'ammontare delle imposte sia calcolata avendo riguardo alle attività svolte sia dalla stabile organizzazione sia dall'entità associata. Sul tema cfr. D. TRANCANA, *The effect of the ECD/G20 BEPS initiative on the Attribution of Profits to PEs: The special case of Agency PEs*, in *Bulletin for international taxation*, 2017; K. DZIURDZ, *Attribution of functions and profits to a DAPE (...)*, in *World Tax Journal*, 2014; H. PIJL, *The zero sum game*, in *European Taxation*, 2006; ID., *Interpretation of article 7 of the OECD Model*, in *Bulletin for international taxation*, 2011, in cui l'Autore mostra un'apertura al *single taxpayer approach* nei casi in cui l'agente dipendente sia un'impresa associata e svolga funzioni di controllo del rischio; e P. DROBNIK, *Attribution of profits to Agent PE. If the dependent agent is a commissionaire (wholly owned subsidiary) of the principal*, in *International Transfer Pricing Journal*, 2018. In favore del “*single taxpayer approach*” cfr. F. BARREIROS ROSALEM, *The Agent Permanent Establishment Reconsidered: application of arts. 5, 7 e 9 of the OECD Model Convention*, ITPJ, 2010, secondo cui la circostanza che la stabile organizzazione o la filiale di un'entità estera dovrebbero ricevere, per quanto possibile, lo stesso trattamento fiscale è peraltro coerente con la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea (cfr. *inter alia* Corte Giust. CEE 28 gennaio 1986, causa C-270/83; Corte Giust. CEE 21 settembre 1999, causa C-307/97; e Corte Giust. CE, sez. IV, 15 maggio 2008, causa C-414/06; tutte in *Boll. Trib. On-line*); P. BAKER - R. COLLIER, *2008 OECD Model Changes to the Commentary on Art. 7 and the Attribution of Profits to PE*, in *Bulletin for international taxation*, 2009, 199.

svolta, in considerazione di tutte le funzioni svolte, le risorse utilizzate e i rischi assunti. In altri termini, laddove non sono individuabili altre funzioni svolte, beni utilizzati e rischi assunti in Italia dall'*advisor*, oltre a quelli remunerati in base alla disciplina dei prezzi di trasferimento, non possono nemmeno essere individuati ulteriori profitti ivi imponibili (17).

Quindi, mediante l'adozione di un'adeguata politica dei prezzi di trasferimento all'interno della *firm*, anche qualora fosse ipoteticamente individuabile una stabile organizzazione personale del gestore in Italia in applicazione dell'art. 5 della Convenzione conforme al Modello OCSE ovvero dell'art. 162 del TUIR, la sua contestazione risulterebbe ininfluente sotto il profilo dell'acquisizione di materia imponibile, in considerazione del fatto che i profitti rivenienti alla società italiana dall'attività di *advisory* assorbirebbero i redditi in ipotesi attribuibili alla stabile organizzazione personale per la medesima attività, da determinarsi in base al principio di libera concorrenza applicato necessariamente in modo uniforme nell'uno e nell'altro caso.

In conclusione, attraverso l'appropriata ponderazione delle funzioni svolte dal gestore e dall'*advisor* e del contributo di ciascun soggetto rispetto alla complessiva produzione del valore della *firm*, dovrebbero allinearsi i risultati derivanti dall'applicazione della disciplina dei prezzi di trasferimento per l'attività dell'agente con quelli che deriverebbero dall'allocatione dei profitti alla ipotetica stabile organizzazione personale del gestore.

Evidentemente a tali fini è cruciale che tutte le attività svolte dal gestore e dall'*advisor* siano correttamente “*mappate*”, ossia rilevate, analizzate e remunerate attraverso l'applicazione del corretto metodo di *transfer pricing* a seconda delle caratteristiche delle funzioni, degli *assets* e dei rischi e delle modalità in cui si svolgono e si integrano le attività dell'uno e dell'altro. Una corretta “*mappatura*” delle attività e il miglior impiego dei principi di *transfer pricing* possono rendere ininfluente (e quindi privo di interesse per l'erario) l'accertamento della stabile organizzazione del gestore, “*personificata*” nell'*advisor* affiliato, che potrebbe in certe ipotesi derivare dall'attuale contesto normativo.

Ciò detto con riferimento all'eventuale rischio di individuazione di una stabile organizzazione del gestore personificata nell'*advisor*, si ricorda come in passato si sia posto anche il tema se l'attività del gestore o dell'*advisor* potesse in ipotesi configurare una stabile organizzazione del fondo o degli investitori residenti in uno Stato diverso.

Al riguardo, l'*Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments* presso la Commissione europea (18) ha fatto rilevare, sin dal 2010, la circostanza che quella svolta dal gestore è un'attività d'impresa, che consiste nella gestione pro-

(17) Cfr. G. ALBANO, *Nuovi modelli di business delle imprese multinazionali e stabile organizzazione occulta*, in *Corr. trib.*, 2017, 467 ss.; e D. AVOLIO, *Il Modello di “impresa globale”: effetti sulle contestazioni di esterovestizione e stabile organizzazione “occulta”*, in *il fisco*, 2017, 550.

(18) Commissione UE, *Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments*, https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf, 2010.

fessionale degli investimenti, mentre il fondo, che è il “contenitore” dei capitali degli investitori e lo strumento tramite cui sono detenuti gli investimenti, non svolge alcuna attività di impresa (19). Quindi, per sua natura, la funzione del fondo (passiva) non può coincidere con quella del gestore (attiva) e soprattutto, non avendo carattere imprenditoriale, non è suscettibile di svolgersi per il tramite di una stabile organizzazione (20).

Inoltre, il servizio di gestione non integrerebbe neanche i presupposti oggettivi per l’individuazione di una stabile organizzazione personale del fondo, in quanto il gestore si configura certamente come un “agente indipendente” rispetto agli investitori. Il fondo infatti è, come detto, il mero “contenitore” dei capitali degli investitori e lo strumento tramite cui sono detenuti gli investimenti; dunque l’attività di gestione è svolta in forza di un mandato conferito da una molteplicità di soggetti terzi e indipendenti rispetto al gestore, il quale opera nell’ambito della propria attività imprenditoriale assumendone i relativi rischi.

L’attività di gestione peraltro è svolta in autonomia e indipendenza dagli investitori (21), attraverso l’impiego di competenze e capacità specifiche che questi ultimi spesso non possiedono ed è posta a rischio del gestore (che potrebbe essere sostituito dagli investitori o perdere successive opportunità). Ciò significa che gli investitori, fatte salve alcune prerogative di *governance* che possono essere stabilite nel regolamento del fondo, non devono interferire con la gestione o, in termini generali, fornire istruzioni vincolanti al gestore. Conformemente alle politiche di investimento il gestore deve, conseguentemente, agire nell’interesse degli investitori dotandosi di adeguate risorse tecniche e umane al fine di garantire l’efficiente e corretto esercizio dell’attività di gestione.

Infatti, la particolare natura dell’attività di gestione collettiva del risparmio è riflessa nella peculiare disciplina dei requisiti organizzativi del GEFIA che deve garantire, in termini generali, la sana e prudente gestione, basata su diligenza, correttezza e trasparenza. I GEFIA sono tenuti ad adottare tutte le misure ragionevoli volte a evitare conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, a individuarli, gestirli, controllarli e (se del caso) comunicarli, al fine di evitare che incidano negativamente sugli interessi degli investitori.

Pertanto, è evidente che gli investitori (di cui il fondo è espressione e strumento) e il gestore sono soggetti terzi e indipendenti; non è dunque configurabile una stabile organizzazione del fondo “personificata” nella società di gestione. Analoghe conclusioni si raggiungono naturalmente per l’*advisor* del gestore, che “deriva” la sua funzione dal medesimo assetto di rapporti e non ha relazione diretta con gli investitori.

Al riguardo va altresì ricordato che, ai sensi dell’art. 73, terzo comma, secondo periodo, del TUIR, un organismo di investimento collettivo del risparmio si

(19) Ai sensi dell’art. 73 del TUIR gli organismi di investimento collettivo del risparmio sono citati nella lett. c) del primo comma tra gli enti non commerciali.

(20) Sul tema cfr. L. ROSSI - S. FLISI, *La stabile organizzazione non può sussistere con riferimento ai fondi esteri*, in www.dirittobancario.it.

(21) In base alla AIFMD, i GEFIA sono tenuti ad agire in modo onesto, equo, professionale e indipendente e nell’interesse del FIA e degli investitori del FIA.

considera residente laddove sia istituito in Italia. Tale principio è stato meglio chiarito dal D.Lgs. 4 marzo 2014, n. 44, di recepimento della AIFMD, che ha allineato le formulazioni utilizzate negli artt. 26-*quinquies* del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600, e 10-*ter* della legge 23 marzo 1983, n. 77, a quella contenuta nell’art. 73 del TUIR. A commento della nuova disciplina l’Amministrazione finanziaria, nella circolare n. 21/E del 2014 (22), ha chiarito che per determinare la residenza degli OICR (italiani ed esteri) rileva unicamente lo Stato di istituzione e non il luogo di direzione effettiva o quello di stabilimento del soggetto gestore.

Come in passato già rilevato (23), da tale precisazione ragionevolmente discende che la circostanza per cui la gestione dall’Italia non è suscettibile di attirare nel territorio dello Stato la residenza del fondo istituito all’estero risulta assorbente anche con riguardo al profilo della stabile organizzazione del fondo stesso, nel senso di escluderla. Nella circolare citata, l’Agenzia delle entrate ha inoltre chiarito che l’istituzione/gestione di un fondo italiano da parte di una società di gestione estera non implica di per sé una stabile organizzazione in Italia della stessa, a meno che non risulti da altri e ulteriori elementi che tale società si avvalga di una stabile organizzazione nel territorio dello Stato. Dunque, nella circolare citata si contempla l’ipotesi che vi sia in Italia (se del caso) una stabile organizzazione del gestore estero ma non del fondo (o degli investitori).

Le conclusioni sopra raggiunte circa la non configurabilità di una stabile organizzazione in Italia del fondo estero personificata nel gestore o nell’*advisor* resta valida anche in presenza di modalità organizzative del fondo che prevedano (come di prassi spesso accade) la effettuazione e detenzione degli investimenti mediante società *sub-holding*. Anche in questo caso deve escludersi che il gestore o l’*advisor* operanti in Italia possano costituire stabile organizzazione personale del fondo o della *sub-holding*, essendo le attività svolte comunque riconducibili al (e derivate dal) servizio di gestione reso agli investitori su basi di indipendenza e terzietà.

5. Conclusioni

La Direttiva europea sui gestori dei fondi alternativi (AIFMD) ha introdotto un quadro normativo che riconosce e disciplina (legittimandola) l’attività intracomunitaria delle *firm* che gestiscono fondi di private equity sulla base del c.d. Passaporto. Si configurano frequentemente articolazioni organizzative internazionali dove l’attività del gestore centralizzato è supportata da *advisory company* appartenenti al gruppo della *firm* e localizzate nelle giurisdizioni fonte degli investimenti.

Ai fini del *transfer pricing* la remunerazione dell’*advisor* locale è frequentemente determinata sulla base di un criterio *cost plus*, adeguato alle ipotesi in cui il servizio reso si concretizzi in una attività di consulenza per individuazione di opportunità di investimento, *due diligence*, monitoraggio e reportistica.

Quando il ruolo dell’*advisor* comprenda funzioni ulteriori attinenti alla gestione degli investimenti, come

(22) Circ. 10 luglio 2014, n. 21/E, in *Boll. Trib.*, 2014, 1090.

(23) Cfr. F. BRUNELLI, in *Il Sole 24 Ore* del 16 luglio 2014, 33.

ad esempio la partecipazione alla negoziazione dei termini e delle condizioni degli stessi, e tali funzioni risultino altamente integrate con quelle del gestore, può rendersi opportuno considerare l'adozione del metodo *profit split*, per ripartire la remunerazione del servizio di gestione sulla base di appropriate chiavi allocative (come la remunerazione delle *key person* o, se del caso, gli AuM).

Secondo la nuova definizione di cui all'art. 162 del TUIR, l'attività dell'*advisor* che operi esclusivamente nell'ambito della *firm* di appartenenza ai fini della conclusione di contratti, poi perfezionati senza modifiche sostanziali, configurerebbe in principio una stabile organizzazione personale del gestore. Tuttavia, laddo-

ve detta attività sia correttamente mappata ai fini del *transfer pricing* e congruamente remunerata in base al principio di libera concorrenza (ad esempio con il metodo del *profit split*), non residuerebbe alcuna materia imponibile da attribuire alla stabile organizzazione e l'accertamento della stessa dovrebbe ragionevolmente risultare privo di interesse per l'erario.

Sotto altro profilo si deve escludere che l'attività del gestore o dell'*advisor* possano configurare una stabile organizzazione del fondo estero o degli investitori, inquadrandosi tale attività nell'ambito del servizio di gestione reso professionalmente in virtù di apposito mandato stipulato con parti terze su basi di indipendenza e autonomia.

Dott. Fabio Brunelli – Avv. Sabrina Tronci