

### Capitolo 3

## I DERIVATI NELLE STRATEGIE DI ELUSIONE FISCALE

GIAMPAOLO ARACHI - EVA PARENTI

### 1. Introduzione

Nella prima parte di questo lavoro abbiamo affrontato il problema della tassazione degli strumenti derivati da un punto di vista istituzionale. L'analisi ha evidenziato una sostanziale disomogeneità di trattamento sia all'interno dei sistemi tributari nazionali, fra differenti fattispecie contrattuali, sia a livello internazionale, fra prodotti posseduti da investitori residenti in diversi paesi.

Tale disomogeneità crea le condizioni per numerosi comportamenti elusivi volti a sfruttare possibilità di arbitraggio fiscale o ad aggirare trattamenti fiscali sfavorevoli. Tali strategie risultano particolarmente rilevanti per le imprese multinazionali che più facilmente possono sfruttare eventuali incongruenze fra sistemi fiscali nazionali.

In questa sezione si cercherà di individuare e analizzare le principali strategie di elusione fiscale che possono essere realizzate dalle società col ricorso agli strumenti derivati.

È possibile ricondurre le strategie considerate a tre fattispecie fondamentali.

Nella prima rientrano quelle operazioni che permettono al contribuente di *rinvviare nel tempo il momento del prelievo*. La categoria più rilevante è costituita dalle cosiddette « *straddle* » che possono essere realizzate quando il sistema impositivo riconosce guadagni e perdite solo nel momento della loro realizzazione. Il contribuente detiene un portafoglio formato da componenti che generano guadagni e perdite che tendono a compensarsi esattamente. Realizzando esclusivamente le per-

dite egli riduce la base imponibile complessiva e rinvia nel tempo la tassazione dei guadagni. L'illustrazione di queste tecniche attraverso degli esempi sarà seguita da una breve descrizione della normativa anti-*straddle* statunitense. Il riferimento all'esperienza statunitense è rilevante in quanto permette di introdurre delle problematiche che verranno analizzate nell'ultima parte del lavoro. Le autorità fiscali hanno due possibili modalità di intervento contro le strategie di tipo *straddle*. Da un lato possono introdurre degli elementi di valutazione basati sul principio di maturazione secondo la tecnica del *mark-to-market*. Dall'altro possono imporre la valutazione unitaria del portafoglio quando i contratti derivati hanno la funzione di ridurre il rischio. In questo secondo caso si genera spesso un trattamento fiscale asimmetrico fra contratti detenuti a scopo speculativo e contratti detenuti per copertura. Nell'ultimo capitolo si analizzeranno le conseguenze di tale asimmetria per la determinazione del prezzo di equilibrio dei contratti derivati.

La seconda categoria di strategie elusive analizzata nel presente capitolo riguarda le operazioni di *trasferimento di utili* all'interno dei gruppi societari. Con l'aiuto di un intermediario due società appartenenti ad un medesimo gruppo possono costruire, attraverso contratti *over the counter*, delle posizioni che generano, contemporaneamente, una perdita certa per una delle due società ed un guadagno certo per l'altra. In questo modo il gruppo nel complesso può realizzare un risparmio d'imposta se la società cui gli utili vengono distribuiti è in perdita oppure se risiede in un paese a minore fiscalità.

Dopo aver presentato un esempio di tali tecniche, l'analisi si concentrerà sugli intermediari finanziari. Per queste istituzioni la corretta attribuzione dei profitti tra filiali o sussidiarie localizzate in diverse giurisdizioni fiscali risulta particolarmente problematica in relazione all'attività di *global trading*. Si tratta di un'area che viene osservata con crescente preoccupazione dalle autorità nazionali ed internazionali. Si cercherà di dar conto delle possibili evoluzioni normative analizzando le recenti iniziative dell'OCSE.

L'ultima fattispecie presa in considerazione riguarda la possibilità di ridurre il pagamento di ritenute alla fonte o di accedere ad agevolazioni riconosciute solo a particolari categorie di contribuenti o di reddito. I contratti derivati sono infatti in

grado di replicare il flussi di una particolare attività modificando tuttavia la natura del soggetto percettore o la tipologia del reddito percepito. Dopo aver fornito degli esempi di aggiramento delle ritenute alla fonte tramite contratti *future* e *swap* si dimostrerà come sia possibile utilizzare tali contratti per replicare strategie classiche di appropriazione di agevolazioni non dovute note come *dividend washing*.

## 2. Il differimento dell'imposizione: operazioni « *straddle* »

La definizione del momento del prelievo ed il trattamento delle perdite rappresentano gli elementi principali su cui si fondano le più diffuse pratiche elusive. Ogni qualvolta l'imposizione avvenga al momento della realizzazione si creano opportunità per il differimento della tassazione dei guadagni attraverso la realizzazione selettiva delle perdite.

Tipici schemi elusivi fondati sulle premesse appena descritte sono le cosiddette « *wash sale* » e le « operazioni *straddle* ». Si realizza una *wash sale* quando una posizione in perdita è venduta e immediatamente riacquistata al medesimo prezzo. Una *straddle* consiste invece nella combinazione di due o più posizioni simmetriche che variano in modo da non dare origine né a perdite né a guadagni se considerate nel loro complesso. Realizzando nel breve periodo solo le posizioni in perdita si possono ridurre le plusvalenze correnti provenienti da altre posizioni e posticipare agli anni successivi la contabilizzazione delle posizioni in guadagno.

La struttura di tali operazioni può essere chiarita con un esempio. supponiamo che nell'anno  $t$  il contribuente assuma una posizione lunga su dei *future* sull'oro che prevedono la consegna dell'attività sottostante nell'Aprile dell'anno  $t + 1$  al prezzo di \$400 per oncia, e che contemporaneamente assuma una posizione corta su dei contratti *future* che prevedono la consegna dell'attività sottostante nel Giugno dell'anno  $t + 1$  ad un prezzo di \$405 per oncia. Al variare del prezzo dell'oro una delle due posizioni guadagna mentre l'altra perde. Il contribuente può chiudere la posizione perdente prima della fine dell'anno  $t$  e rimpiazzarla con una ad essa equiparabile, allo scopo



di continuare a detenere una *straddle*. In questo modo il contribuente può utilizzare le perdite realizzate per ridurre i proventi derivanti da altre posizioni e differire il riconoscimento dei guadagni netti fino al termine previsto dalla transazione *straddle*.

L'esperienza degli Stati Uniti fornisce una esemplificazione eccellente di come un regime fiscale possa reagire efficacemente a tali pratiche elusive.

Le problematiche connesse alla possibilità di sfruttare a fini fiscali la *tax timing option* e le operazioni *straddle* sono state, infatti, riconosciute e regolate dall'ordinamento fiscale statunitense tramite interventi legislativi succedutosi nel corso degli anni. Per un'analisi storica e descrittiva di tali interventi legislativi si rimanda alla prima parte del presente lavoro.

Si farà ora un breve richiamo alle disposizioni normative statunitensi connesse alla problematiche sopra menzionate allo scopo di illustrare le strategie seguite dalle autorità fiscali.

## 2.1. La legislazione «*antistraddle*» statunitense

Interventi successivi hanno, nel corso dei decenni, aumentato l'efficacia normativa della legge tributaria statunitense nell'arginare le possibilità elusive a spese, tuttavia, di una sempre maggiore complessità applicativa.

Allo stato attuale molti problemi, per la maggior parte ancora presenti negli ordinamenti fiscali europei, sono stati rimossi, altri permangono. Tra questi ultimi vi è la mancanza di uniformità e coordinazione tra le diverse disposizioni tributarie.

Si possono osservare due categorie fondamentali di interventi anti-*straddle* o più in generale antielusivi: regole che modificano il principio di realizzazione introducendo il criterio del *mark-to-market* (Sez. 1256 e Sez. 475 dell'IRC <sup>(1)</sup>) e regole che impongono il confronto tra guadagni e perdite di posizioni economicamente correlate (Sez. 1092 e Reg. 1.446-4 dell'IRC).

L'applicazione principio del *mark-to-market* come metodo di rilevazione dei proventi dei contratti derivati implica che diventino rilevanti ai fini fiscali non solo i proventi realizzati su

(<sup>1</sup>) Internal Revenue Code.

contratti giunti a scadenza o, alternativamente, conclusi anticipatamente tramite la sottoscrizione di una posizione equivalente e contraria; ma anche i guadagni o le perdite *maturate* in capo ai contratti nel corso dell'anno fiscale.

Questo elimina la possibilità che il contribuente decida di realizzare selettivamente i contratti in perdita lasciando « aperte » le posizioni sulle quali sono maturati dei guadagni. Si impedisce così sia di utilizzare le perdite al solo fine di decurtare la base imponibile, che di rimandare nel tempo il pagamento del debito d'imposta.

Attraverso le « regole del confronto » (*matching rules*) si cerca di dar rilevanza fiscale alle sole perdite o guadagni che abbiano un reale riscontro economico, imponendo il differimento nel tempo delle perdite fino al momento in cui anche le posizioni in guadagno « compensatorie » siano realizzate.

Al primo gruppo di disposizioni normative appartengono le Sezioni 1256 e 475. dell'IRC. La prima stabilisce che i proventi dei contratti derivati debbano essere rilevati secondo il principio del *mark-to-market*, e che essi siano classificati come guadagni o perdite in conto capitale. La seconda impone che i proventi dei contratti derivati in capo ai *dealer* siano riconosciuti ai fini fiscali secondo il principio del *mark-to-market* e che vengano classificati come redditi ordinari.

Fanno invece parte del secondo gruppo la Sezione 1092 ed il Regolamento 1.446-4 dell'IRC. La prima definisce le caratteristiche proprie di un'operazione di copertura ed impone quindi che, nei casi in cui un investitore detenga contemporaneamente due posizioni che generano effetti economici che variano in direzioni opposte, la rilevazione delle *perdite* sia differita fino al momento in cui anche i guadagni della posizione compensatrice siano riconosciuti. E ciò accade indipendentemente dall'intento dell'investitore.

Il regolamento descrive, invece, delle *matching rules* per le posizioni di copertura. Imponendo così la rilevazione sincronica dei proventi positivi e negativi maturati sulle rispettive posizioni di una strategia di *hedging*. Agendo così sulla tempistica d'imposizione non solo delle perdite, ma anche dei guadagni.

Esiste, inoltre, un principio (detto *capital loss limitation*) che limita la possibilità da parte dell'investitore di dedurre delle perdite superiori a quelle maturate complessivamente su

un portafoglio considerato globalmente, garantendo in tal modo un'interpretazione delle perdite che rifletta rigorosamente la sostanza economica dell'operazione. Tale principio si applica alle transazioni che rientrano nelle competenze della Sez. 1256 solo se si tratta di attività in conto capitale; mentre non agisce mai sulle transazioni di copertura contro rischi.

La limitazione della realizzazione selettiva delle perdite è complementare all'azione della Sez. 1092 che risulta, infatti, impotente nei casi in cui si è in presenza di due transazioni che variano in senso opposto, ma che non si bilanciano perfettamente.

Si assuma, ad esempio, che un contribuente detenga due posizioni: una lunga su un contratto *future* su 100 unità di un bene fisico e una corta su un contratto *future* su 60 unità dello stesso bene. Se il prezzo del bene aumenta di \$1 per ogni unità, e il contribuente realizza una perdita di \$60 dalla posizione corta, allora al contribuente sarebbe richiesto di differire tale perdita ai sensi della Sez. 1092 poiché avrebbe un guadagno non ancora realizzato di \$100 dalla posizione lunga. Se, al contrario, il prezzo del bene scende di \$1 per ogni unità il contribuente realizza una perdita di \$100 dalla posizione lunga e a questo punto sarebbe obbligato a differire solo \$60 dell'ammontare della perdita. Il contribuente potrebbe usare, se vigesse solo la Sez. 1092, i rimanenti \$40 di perdita per differire le tasse che gravano su altri proventi, in realtà il principio di *capital loss limitation* impone di differire la realizzazione delle perdite anche se il contribuente non detiene guadagni non ancora realizzati da altre posizioni.

## 2.2. Inefficienze della normativa vigente negli USA

La presenza di una pluralità di disposizioni, pur avendo arginato parecchie « smagliature » del sistema tributario, ha reso la struttura del regime fiscale molto frammentata, lasciando comunque spazio a distorsioni ed incoerenze.

Le incoerenze che rimangono derivano essenzialmente da due caratteristiche del sistema: in primo luogo il trattamento impositivo appare eccessivamente complesso e articolato; secondariamente agisce a volte in modo asimmetrico.



La complessità deriva, infatti, dall'inesistenza di un corpo uniforme di regole valido per ogni contribuente, tipo o scopo di contratto.

Il secondo punto può essere considerato una conseguenza del primo. Infatti, la continua introduzione di riforme mirate a rendere il sistema fiscale più neutrale e a ridurre le possibilità di elusione fiscale può in realtà essere fonte di nuove incoerenze nel sistema.

Per comprendere meglio quest'ultimo punto può essere utile illustrare alcuni dei problemi generati dall'applicazione delle disposizioni anti-*straddle* sopra descritte e come in seguito sono stati risolti con l'introduzione del Regolamento 1.446-4.

### *Esempio 1*

Consideriamo una situazione in cui l'investitore intraprenda al tempo  $t$  una posizione lunga su dei contratti *future* sull'oro al prezzo  $p$  e scadenza al tempo  $t + 1$  e che simultaneamente entri in una posizione corta sugli stessi contratti con scadenza al tempo  $t + 2$  al prezzo  $p'$ , con  $p' > p$ . Al variare del prezzo dell'oro, tipicamente, una delle due posizioni guadagnerà valore mentre l'altra lo perderà.

L'investitore potrà allora chiudere la posizione in perdita prima della fine del primo periodo,  $t$ , rimpiazzarla con una posizione equivalente in modo da mantenere la *straddle* e quindi posticipare la rilevazione dei guadagni fino al periodo successivo. In questo modo l'investitore ha la possibilità di dedurre le perdite dell'operazione di *straddle* dai redditi da capitale derivanti da altre fonti nel primo periodo e di differire, così, il riconoscimento dei guadagni netti fino al momento in cui anche la posizione « vincente » della *straddle* non sarà conclusa.

Fino alla recente promulgazione (vedi nota n. 2) delle regole fiscali sulla tempistica delle rilevazioni dei proventi delle operazioni di copertura e l'emanazione delle disposizioni tributarie che hanno stabilito il principio del *mark-to-market*, le operazioni di copertura di tipo commerciale rimanevano soggette al regime che poteva essere scelto dal contribuente. Ora le operazioni che possono godere di questo vantaggio sono quelle operazioni che non rispondono ai requisiti tecnici per essere

definite operazioni *straddle*, e che non rientrano nell'ambito oggettivo d'applicazione della Sez. 1256 e 475.

### Esempio 2

Si consideri ora il caso in cui un investitore detenga due posizioni una in contratti soggetti alla Sez. 1256 e l'altra in contratti non soggetti a tale norma. I guadagni registrati secondo il principio del *mark-to-market* vengono generalmente riconosciuti mentre le perdite soggette a tale regola vengono differite grazie all'azione della Sez. 1092.

In tali circostanze, secondo quanto disposto dalla Sez. 1092, le perdite devono essere differite fino a che anche i guadagni non siano realizzati, tuttavia niente dispone che i guadagni realizzati debbano essere differiti. Il risultato è una discordanza tra i tempi di rilevazione che va a svantaggio del contribuente che deve affrontare la tassazione dei guadagni senza potervi dedurre le perdite.

### Esempio 3

Si consideri ora una situazione in cui l'investitore intraprende una transazione composta da una posizione in contratti soggetti alla Sez. 1256 che riduce il rischio connesso ad una posizione in contratti che non rientrano nel campo di applicazione della Sez. 1256, senza che vengano applicate né le regole sul differimento delle perdite dalla Sez. 1092 né quelle riguardanti la copertura di attività commerciali del Reg. § 1.446-4.

Si supponga, ad esempio, che un contribuente detenga un portafoglio di azioni concentrate nel settore industriale ed intraprenda una posizione corta in *future* sull'indice S&P 500 per proteggersi dal rischio generale di mercato associato al suo portafoglio.

In questo caso non si applica la Sez. 1092, quindi non vi è nessuna regola che impedisce al contribuente di realizzare solo le perdite e non i guadagni, tuttavia la possibilità di trasferire nel tempo il debito d'imposta da parte del contribuente è limitata (anche se non eliminato completamente) dalla regola di *mark-to-market* da applicare al riconoscimento sia dei profitti che delle perdite dei contratti derivati.



Il regime fiscale sfavorevole al contribuente che è stato illustrato al punto 2) può essere ovviato se il contribuente definisce la transazione che ha intrapreso come una « mixed straddle » in questo caso, infatti, la Sez. 1092 prevede la possibilità che il contribuente scelga tra due trattamenti alternativi: a. il contribuente può individuare due posizioni *straddle* distinte e utilizzare la regola del confronto per ciascuna di esse; b. il contribuente può stabilire un « mixed straddle account » che corrisponde ad una particolare classe di attività e applicare la regola del *mark-to-market* a tutte le posizioni dell'*account*.

Le situazioni descritte negli esempi precedenti sono cambiate sostanzialmente nel 1994, anno in cui venne promulgato il *Regolamento 1.446-4* dell'IRC. Con tale provvedimento, che disciplina il trattamento delle posizioni di copertura contro i rischi, sia le incoerenze a favore del contribuente (esempio 1) sia quelle a sfavore (esempi 2 e 3) sono state eliminate. Per molti contribuenti viene, infatti, eliminata la possibilità di avvalersi del differimento dei guadagni nel tempo a scopi elusivi impedendo, almeno in teoria, sia la posticipazione che l'accelerazione del riconoscimento dei proventi positivi. Data la frequente presenza di transazioni composte sia da contratti sottoposti alla regola del *mark-to-market*, come ad esempio i *future*, sia da posizioni che ne sono escluse, questa disposizione è quanto mai utile poiché richiede che lo strumento di copertura e quello coperto siano considerati congiuntamente al fine di coordinare ed uniformare i tempi di rilevazione sia dei guadagni che delle perdite.

In realtà questa regola non opera omogeneamente, richiede, infatti, che la posizione protetta dia proventi di natura ordinaria, quindi, nel caso in cui l'investitore faccia uso di derivati per coprire contro i rischi un portafoglio di azioni detenute come attività da capitale, sono nuovamente validi i trattamenti fiscali descritti precedentemente.

L'adozione del principio del *mark-to-market* si è sicuramente rivelata una risposta efficiente da parte del legislatore fiscale. Tuttavia si possono a volte verificare circostanze in cui l'applicazione della regola del *mark-to-market* per i proventi di una sola parte di una transazione ma non per i proventi in capo alla controparte della medesima transazione, fornisce effettivamente la possibilità di realizzare le perdite in

modo selettivo e di differire così i guadagni nel tempo, che non sarebbero presenti se, per entrambe le parti, i guadagni e le perdite fossero riconosciute al momento del loro realizzo. A tale proposito, Shuldiner<sup>(2)</sup> ha osservato che un sistema in cui entrambe le parti di una posizione su di uno strumento finanziario usano il principio di realizzazione protegge le autorità dal riconoscimento selettivo delle perdite, posto che l'evento che fa occorrere la realizzazione sia il medesimo per entrambe le parti e che esse affrontino le stesse aliquote d'imposta. Le autorità non saranno invece protette dal differimento delle imposte se una delle due parti rimane indifferente all'evento della realizzazione, come nel caso in cui una sola usi il principio di *mark-to-market*.

### 3. Trasferimento di utili infrasocietari ed il global trading

I prodotti derivati rappresentano uno strumento attraverso cui l'impresa può modificare la propria esposizione al rischio ovvero uno strumento di copertura attraverso cui trasferire il rischio su altri operatori economici. Un'impresa con un'esposizione creditoria nei confronti di un terzo può ad esempio coprirsi dal rischio di variazione dei tassi di interesse ricorrendo ad una option di tipo *cap* oppure a contratti *swap* da sottoscrivere *over the counter*.

Nel corso del tempo si sono sviluppate forme sempre più complesse di copertura dal rischio che combinano tra loro diversi strumenti derivati. Inoltre i derivati possono essere utilizzati per incrementare l'esposizione al rischio assumendo delle posizioni speculative.

Dal punto di vista fiscale l'utilizzo dei derivati per la gestione del rischio introduce due importanti problematiche.

In primo luogo nella maggior parte dei paesi le operazioni che hanno finalità di copertura sono assoggettate ad un trattamento fiscale di favore. Le operazioni speculative sono invece penalizzate in quanto si ritiene che possano generare processi

(2) SHULDINER, R. « A general approach to the taxation of financial instruments », *Texas Law Review*, vol. 71: 243-350, 1992.

destabilizzanti sul mercato finanziario o che possano pregiudicare una sana gestione d'impresa. Questa disparità di trattamento causa non solo delle difficoltà in sede di definizione dello scopo delle diverse posizioni detenute dall'impresa ma crea anche dei significativi effetti sulle scelte finanziarie e sui prezzi di equilibrio dei derivati che verranno analizzati nell'ultima parte di questo lavoro.

In secondo luogo operazioni che hanno l'oggettiva funzione di ridurre il rischio possono essere utilizzate per mascherare il trasferimento di utili all'interno di società appartenenti allo stesso gruppo. Con la compiacenza più o meno consapevole di un intermediario è possibile costruire delle posizioni, ad esempio tramite opzioni, che procurano congiuntamente una perdita certa per una società ed un guadagno di pari ammontare per un'altra società ad essa collegata. Il gruppo realizza nel complesso un risparmio d'imposta se la società cui gli utili vengono trasferiti è in perdita oppure se risiede in un paese con imposte societarie più basse.

In questa sezione ci soffermeremo sulle strategie di trasferimento di utili all'interno dei gruppi societari iniziando con un esempio.

Supponiamo che sia fiscalmente vantaggioso trasferire utili dalla società 1 alla società 2, appartenenti al medesimo gruppo, ed ipotizziamo le seguenti condizioni di mercato dei tassi di cambio:

tasso *spot*: USD/ITL 1850

tasso *forward* (ad un anno) USD/LIT 1800

La società 1 realizza tre operazioni:

— compra dall'intermediario un'opzione *call* con prezzo d'esercizio di 1780 lire, pagando all'intermediario 40 lire.

— vende all'intermediario una opzione *put* con prezzo di esercizio di 1780 lire ed incassa 10 lire.

— vende un *forward* USD/ITL a 1800 lire.

Le operazioni A e B rappresentano un acquisto sintetico a 1780 lire. Congiuntamente alla vendita a termine a 1800 lire si produce un utile certo di 20 lire a termine.

Tuttavia il costo dell'operazione a pronti è di 30 lire: il costo complessivo netto è di 10 lire<sup>(3)</sup>.

(3) Prescindiamo per semplicità da un eventuale fattore di sconto.



Dall'altra parte la società 2 eseguirà le seguenti operazioni:

— vende all'intermediario un'opzione *binary put* con prezzo d'esercizio di 1780 incassando 70 lire. Tale contratto paga 100 lire se alla scadenza il valore *spot* è inferiore a 1780 lire.

— compra 100 *put* con prezzo d'esercizio a 1781 lire e vende 100 *put* con prezzo d'esercizio a 1780 e paga (il *put spread*) di 60 lire.

In sintesi la società 2 incassa 10 lire a pronti ed ha una posizione coperta a termine. Infatti, se alla scadenza il prezzo *spot* è superiore a 1780 lire nessuna delle due operazioni genera profitti. Se invece il prezzo *spot* è inferiore alle 1780 lire la società incassa 100 lire dall'operazione B mentre perde 100 lire sulla *binary put*.

È evidente che l'efficacia di tali operazioni è funzione della loro stessa complessità che ne occulta la vera finalità alle autorità tributarie.

Questo tipo di canali elusivi sono facilmente utilizzabili dai grossi gruppi multinazionali ma sempre più anche la media impresa è in grado di farvi ricorso con la consulenza degli intermediari. Inoltre i problemi causati dal trasferimento di utili infrasocietari risultano particolarmente delicati nel caso delle società finanziarie impegnate in attività di *global trading* a livello internazionale.

### 3.1. *Global Trading*

Per *global trading* si intende in senso stretto l'insieme delle transazioni effettuate da istituzioni finanziarie internazionali su mercati regolamentati oppure *over the counter* (OTC) e fa riferimento alla capacità di tali istituzioni finanziarie di eseguire gli ordini dei propri clienti « around the world and around the clock »<sup>(4)</sup>. L'attività caratteristica del *global trading* è propriamente il *risk management* ed in particolare la gestione del rischio di portafoglio del gruppo nel suo complesso. Il problema che ne scaturisce è la ripartizione dei profitti e delle perdite tra le varie funzioni e società del gruppo localizzate in differenti aree geografiche. Allo stato attuale esiste un elevato grado di

(4) KPMG, Mondaq Ltd, 14 July 1997.

incertezza nelle procedure di contabilizzazione e tassazione non solo per le autorità tributarie ma per le società stesse.

L'OCSE ha nel corso del 1997 distribuito ai soggetti interessati uno studio di settore nel quale si evidenzia come il sistema tributario attuale determini situazioni di doppia imposizione lasciando aperte nello stesso tempo ampie possibilità di elusione<sup>(5)</sup>. Le difficoltà nascono dalle incertezze sulla corretta ripartizione di guadagni e perdite tra i vari partecipanti ad operazioni di *trading* gestite da società finanziarie che conducono operazioni in team, altamente integrate attraverso una fitta rete di filiali localizzate in ogni parte del mondo.

Si consideri il seguente esempio di *trading* integrato suggerito da KPMG nel commento al documento OCSE.

Un'impresa giapponese sottoscrive un contratto di vendita con un'impresa italiana da cui riceverà un pagamento di 100 milioni di dollari a novanta giorni. L'impresa giapponese che non vuole accollarsi il rischio di cambio, si rivolge alla filiale giapponese della banca A per sottoscrivere uno *swap* USD/Yen a 90 giorni.

Il controvalore dello *swap* supera il massimale per l'utilizzo delle quotazioni standard, per cui la filiale giapponese deve quindi, prima di fare l'offerta al cliente, rivolgersi al *trading center* di Hong Kong che a sua volta chiede l'autorizzazione alla capogruppo con sede a Londra. Alla fine Londra definisce l'offerta dando il via libera all'operazione con tasso a termine analogo al tasso corrente. Le aspettative sul cambio sono infatti stabili e gli operatori prevedono al margine una lieve rivalutazione del dollaro per cui la chiusura immediata dell'operazione con una transazione di segno opposto assicurerebbe dei guadagni grazie allo *spread bid/offer*.

Ma la posizione rimane aperta sul *book* per svariati giorni fintantoché il *trading desk* di New York decide di chiuderla in una fase di aspettative al ribasso sul dollaro. Tale attesa produce una perdita di 1 milione di dollari.

Allo scadere dei novanta giorni il dollaro risulta tuttavia rivalutato e i benefici della rivalutazione ricadono sulla banca A

<sup>(5)</sup> OECD/GD(97)29, The taxation of global trading of financial instruments: a discussion draft, Paris 1997.

(5 milioni di dollari), mentre il valore reale degli yen ricevuti dall'impresa giapponese risulta ridotto.

L'esempio illustra efficacemente quanto sia difficile stabilire come ripartire utili e perdite tra le varie componenti del gruppo finanziario. La realtà è ancora più complessa in quanto solitamente più posizioni vengono combinate tra loro al fine di gestire efficientemente il rischio complessivo.

### 3.2. *Proposte OCSE*

Nel documento del 1997 l'OCSE suggerisce di risolvere tali incertezze ricorrendo ai metodi già proposti con riferimento alle casistiche classiche del *transfer pricing*. Tuttavia tali metodi vanno combinati e differenziati in modo da tener conto del livello di effettiva integrazione nell'operatività del gruppo.

L'OCSE riconosce, infatti, che vi sono vari livelli di *global trading* e distingue tre modelli o paradigmi fondamentali di gestione del *trading*: *integrated trading model*, *centralised product management model*, *separate enterprise trading model*.

*Integrated trading model*. A turno i diversi *traders*, localizzati nei diversi *trading centres* (generalmente Londra, New York, Tokio ed Hong Kong), determinano i prezzi e gestiscono l'intero portafoglio delle posizioni assunte dalla società (il cosiddetto *book*), nelle ore della giornata in cui i rispettivi mercati sono aperti. L'attività dei *trader* è assistita e coadiuvata a vari livelli da quella dei *marketer* e del *back-office* che si occupano rispettivamente delle relazioni con il cliente e delle pratiche amministrative, contabili e tributarie. Le attività di assistenza ai *trader* possono localizzarsi in filiali o sussidiarie esterne al *trading centre* vero e proprio.

Benché la sede del gruppo sia solitamente localizzata in un'unica giurisdizione, la responsabilità di gestione del *book* passa da una filiale alla successiva in un ciclo integrato in cui le posizioni aperte da un *trader* vengono chiuse successivamente da un altro *desk*. A livello di gruppo, vengono fissati i massimali al controvalore delle transazioni e l'entità massima di rischio gestibile ma per il resto le decisioni vengono prese in modo indipendente (seppure interdipendente) dai diversi *trading centre*.



*Centralised product management model.* La gestione del rischio di un determinato prodotto è gestita dalla sede centrale. Il contatto con il cliente avviene a livello di filiale ma la transazione deve essere comunque trasferita sulla sede centrale nella forma di transazioni *inter-branch* o *inter-company*. In tal modo il rischio è gestito a livello centralizzato. In nessun caso la filiale può stabilire prezzi o gestire l'attività di *trading* in proprio. La scelta della sede centrale per la gestione del prodotto può dipendere da molti fattori e può mutare nel tempo.

*Separate enterprise trading model.* Ciascuna filiale o sussidiaria agisce come centro autonomo di generazione del profitto con i propri *trader* e i propri *marketers* e il proprio *book*. Ciascuna filiale o sussidiaria adotta strategie proprie, l'unico vincolo sono i massimali imposti da una *central committee*.

Nella realtà si osservano spesso *forme miste* (o ibride) dei modelli precedentemente presentati.

In relazione ai precedenti paradigmi sono due i metodi fondamentali di attribuzione dei profitti proposti dall'OCSE:

*Transaction-based method;*

*Profit split method* (nelle diverse varianti).

Entrambi i criteri devono comunque essere congegnati in modo tale da garantire un risultato conforme all'*arm's length standard principle*, così come definito negli artt. 7 e 9 del Model Convention, sia per le filiali che per le sussidiarie.

#### A) *Transaction-based method*

Il metodo *transaction-based* si basa su una valutazione delle transazioni intra-societarie che faccia, in linea di massima, riferimento ai valori di mercato delle prestazioni reciproche.

Le associazioni bancarie inglesi ed americane<sup>(6)</sup> caldegiano l'utilizzo di tale principio tradizionale di tassazione (fondato sul « valore » di mercato della transazione) per tutte le attività preparatorie e di supporto al *trading* (compresa la vendita) in quanto esiste « un pagamento di servizi e commissioni giustificabili ». Ritengono invece che l'uso di un principio di

<sup>(6)</sup> American Bankers' Association (ABA), British Bankers' Association (BBA).

*profit split* vada riservato alla sola attività caratteristica del *global trading*, vale a dire la gestione globale del rischio.

L'OCSE sottolinea tuttavia la difficoltà di un'applicazione rigida di tale criterio dal momento che molto spesso i confini tra le diverse aree funzionali tendono a dissolversi.

Se dunque in termini di principio si può affermare che nel caso di un paradigma ad entità separate il metodo tradizionale delle transazioni è ottimale e così pure nell'eventualità di una gestione centralizzata del prodotto (e ciò per il fatto che la funzione di gestione del rischio in queste due fattispecie è geograficamente circoscritta), rimane poi il problema pratico di definire il costo interno dei servizi. È evidente che per talune funzioni è possibile riferirsi alle commissioni applicate da terzi in transazioni simili (comparabili) ma non sempre ciò è possibile. Il problema inoltre si accentua nel momento in cui si prendano in considerazione forme ibride di gestione.

#### B) *Split Method*

Nel caso del modello integrato e di altre forme ibride, non è possibile identificare nessuna specifica transazione tra due diverse locazioni a cui possa adattarsi il metodo precedente: la gestione è talmente integrata da impedire l'applicazione del metodo tradizionale. È necessario dunque definire un metodo di ripartizione dei profitti, delle perdite e delle spese, che precinda dalla definizione e decodificazione di tutte le transazioni.

Su quali fattori può essere definito tale metodo? Come stabiliscono le Transfer Pricing Guidelines il risultato deve essere compatibile con ciò che si otterrebbe se le diverse società facenti parte del gruppo fossero indipendenti da un punto di vista dei risultati economici. Sono possibili quindi due possibili alternative:

*contribution analysis o analisi funzionale.* Il profitto viene suddiviso in modo da tener conto dei contributi e del valore relativo delle diverse filiali.

*residual analysis (in due stadi).* Il profitto viene suddiviso in modo da assicurare una remunerazione base correlata alle funzioni svolte ed una integrazione determinata in base all'analisi circostanziata delle diverse *performances*. Nel primo stadio si procederà alla remunerazione dei fattori meno integrati, come

la vendita ed il *back office*, nel secondo stadio si procederà alla suddivisione, tra i fattori integrati globalmente, del profitto residuale attraverso l'utilizzo di una formula determinata caso per caso, prodotto per prodotto. Vengono individuati tre criteri possibili: le entrate societarie, le spese o la struttura finanziaria.

La direttiva OECD sembra comunque quella di lasciare formula di ripartizione più flessibile possibile in modo da adattarsi ad ogni singolo caso e garantire una distribuzione finale che soddisfi il principio dell'*arm's length*.

Il metodo di *profit split* deve comunque riflettere il contributo effettivo di ciascuna localizzazione al profitto totale; per cui fattori decisivi possono essere:

il « value factor » misurato dal compenso pagato ai *trader* di ciascuna postazione

il « risk factor » ovvero il rischio sopportato in ciascuna postazione

l'« activity factor » misurato dai compensi al personale di supporto o anche dal valore netto delle transazioni

Una raccomandazione ulteriore dell'OCSE alle autorità fiscali è quella di valutare sempre la convenienza per il gruppo a manipolare i fattori per finalità di elusione fiscale.

Riassumendo, il punto di partenza è la definizione dei differenti contributi apportati dalle diverse aree geografiche e funzionali, tentando di determinare un'appropriata remunerazione dei fattori. Quando questo risultato non è ottenibile con i metodi tradizionali, è necessario provvedere alla definizione di una formula di attribuzione dei profitti che rispecchi il più possibile il contributo relativo dei fattori.

La conclusione del documento OCSE sembra essere che i problemi sollevati dal *global trading* possono trovare soluzione all'interno degli schemi di tassazione già presenti nell'OCSE Model Convention, relativi Commentari e Transfer Pricing Guidelines.

#### 4. Aggiramento delle ritenute

Come sottolineato nell'introduzione è possibile utilizzare contratti *forward* e *swap* per ridurre il pagamento di ritenute alla fonte su interessi e dividendi: in particolar modo verranno



analizzati alcuni metodi che consentono di modificare i diritti di proprietà e ridurre in tal modo il prelievo. Come vedremo tali strategie elusive si fondano su due schemi fondamentali: modificare la natura del soggetto percettore oppure la tipologia del reddito percepito. Al fine di semplificare la trattazione utilizzeremo come primo esempio i contratti *futures*.

#### 4.1. *Futures*

Nella tabella seguente sono riassunti i *cash flow* relativi a due investimenti alternativi in assenza di imposte. Il primo consiste nell'acquisto di un titolo al tempo  $t_0$  ad un prezzo pari a  $S$ . L'acquisto è finanziato attraverso la vendita di un ammontare di obbligazioni di pari valore che rendono un tasso pari a  $R_b$ . Dopo  $n$  periodi il titolo, su cui sono stati pagati dividendi pari a  $D$ , viene rivenduto al prezzo  $S^*$  e le obbligazioni vengono riacquistate. La seconda strategia di investimento consiste nell'acquisto a termine del titolo al prezzo  $F$ .

	Cash flow iniziale	Cash flow finale
Acquisto del titolo .....	$-S + S$	$-S(1 + R_b)^n + S^* + D$
Acquisto a termine .....	0	$S^* - F$

Le due modalità di investimento producono un *cash flow* netto nullo al tempo  $t_0$ . Quindi affinché siano eliminate le possibilità di arbitraggio il prezzo *future* deve garantire l'egualianza dei *cash flow* al tempo  $t_n$ , rispettando la condizione

$$F = S(1 + R_b)^n - D \quad (1)$$

In presenza di imposte i *cash flow* si modificano come illustrato dalla tabella seguente:

	Cash flow iniziale	Cash flow finale
Acquisto del titolo .....	$-S + S$	$(1 - t_s)(S^* - S) - (1 - t_R)[S(1 + R_b)^n - S] + (1 - t_d)D$
Acquisto a termine .....	0	$(1 - t_F)(S^* - F)$

Con  $t_s$  si è indicata l'aliquota d'imposta sulle plusvalenze, con  $t_R$  l'aliquota d'imposta sugli interessi, con  $t_d$  l'aliquota d'imposta sui dividendi e con  $t_F$  l'aliquota d'imposta sui guadagni sul *future*.

Eguagliando i *cash flow* finali si ottiene la condizione di equilibrio

$$(1 - t_s)(S^* - S) - (1 - t_R)[S(1 + R_b)n - S] + (1 - t_d)D = (1 - t_F)(S^* - F) \quad (2)$$

che può essere riscritta nel modo seguente

$$F = S(1 + R_b)n - D + A \quad (3)$$

con  $A = t_s(S^* - S) + t_F(F - S^*) + t_dD - t_R[S(1 + R_b)n - S]$ . Il termine  $A$  rappresenta dunque la differenza fra le imposte totali pagate sull'acquisto diretto del titolo e quelle dovute in seguito alla sottoscrizione del *future*.

Si osservi che la condizione (2) coincide con la condizione (1) nel caso in cui le aliquote siano tutte eguali fra loro. La condizione (1) può quindi essere interpretata come il prezzo *future* che prevale sul mercato quando l'investitore marginale è rappresentato da istituzioni che godono dell'esenzione fiscale (ad esempio i fondi pensione) oppure sono tassate con aliquote uniformi su tutte le tipologie di reddito e possono dedurre integralmente ogni tipo di perdita.

Se questa situazione si verifica il *future* può essere utilizzato da contribuenti assoggettati ad imposizione non uniforme per aggirare i trattamenti maggiormente penalizzanti. Si consideri ad esempio il caso di una società che non riesca a documentare la ritenuta operata all'estero sugli interessi percepiti e che non sia per questo in grado di ottenere nel proprio paese il credito d'imposta. Indicando con  $t_E$  la ritenuta estera sugli interessi e con  $t_S$  l'aliquota dell'imposta societaria i *cash flow* netti relativi all'acquisto dell'obbligazione estera al prezzo  $S$  e alla sua detenzione per  $n$  periodi risultano:

	Cash flow iniziale	Cash flow finale
Investimento in obbligazioni estere.....	$-S$	$(1 - t_S - t_E)[S(1 + R_b)^n - S] + S$

In alternativa la società può acquistare un titolo con prezzo  $S$ , che rivenderà dopo  $n$  periodi, e vendere contemporaneamente un *future*. Assumendo per semplicità che sul titolo non vengano pagati dividendi, i *cash flow* associati a tale strategia risultano:

	Cash flow iniziale	Cash flow finale
Acquisto del titolo .....	$-S$	$S^* - t_S(S^* - S)$
Vendita del future.....	0	$(1 - t_S)(F - S^*)$

Sostituendo ad  $F$  il valore indicato dalla (1) si verifica facilmente come la seconda strategia, a parità di *cash flow* iniziale, garantisca un *cash flow* finale superiore a quello offerto dall'investimento in obbligazioni estere per un ammontare pari a  $t_E[S(1 + R_b)^n - S]$ . In altri termini il ricorso al *future* permette di replicare esattamente il rendimento dell'obbligazione estera e di evitare il pagamento della ritenuta.

Lo stesso schema può essere utilizzato per estendere dei trattamenti fiscali di favore a categorie di redditi che ne sono esclusi.

Riprendiamo l'esempio precedente e consideriamo il caso in cui sul titolo vengano pagati dei dividendi mentre sugli interessi da obbligazioni non sia effettuata alcuna ritenuta. La struttura dei *cash flow* diviene

	Cash flow iniziale	Cash flow finale
Investimento in obbligazioni.....	$-S$	$(1 - t_S)[S(1 + R_b)^n - S] + S$
Acquisto azioni.....	$-S$	$S^* - t_S(S^* - S) + (1 - t_S) \theta D$
Vendita del future.....	0	$(1 - t_S)(F - S^*)$

Il fattore  $\theta$ , compreso fra 0 e 1, rappresenta la riduzione d'imposta di cui godono i dividendi per l'operare di meccanismi quali il credito d'imposta (utilizzato nel nostro Paese) o la (totale o parziale) deducibilità (utilizzata ad esempio negli USA).

Dal confronto dei *cash flow* finali è possibile verificare come l'acquisto del titolo azionario coperto con la vendita del *future* garantisca non solo lo stesso rendimento dell'investimento in obbligazioni ma consenta anche di ottenere un risparmio pari a  $(1 - t_s)(1 - \theta)D$ , ossia quella parte dei dividendi che non sono di fatto assoggettati all'imposta.

La preoccupazione delle autorità fiscali di fronte ad un uso aggressivo di queste strategie è ben documentato dall'esperienza statunitense. Nel 1984 il Tax Act ha infatti sancito l'indeducibilità degli interessi su prestiti utilizzati per acquistare azioni ed ha escluso la deducibilità dei dividendi sia nel caso in cui le azioni siano detenute per meno di 46 giorni che nel caso in cui queste siano detenute congiuntamente ad una posizione corta « sostanzialmente simile » (ad esempio la vendita di *future* per coprire la posizione in azioni).

#### 4.2. Swap

Anche gli *swap* si prestano ad utilizzazioni elusive dal momento che non sono « settled for cash » giornalmente e presentano una bassa standardizzazione, essendo in genere costruiti sulle esigenze specifiche dell'investitore. In particolare gli *swap* si sono rivelati in passato uno strumento particolarmente idoneo per evitare il pagamento delle ritenute alla fonte sugli investimenti internazionali.

Tipicamente il problema delle ritenute alla fonte sui dividendi o sugli interessi si pone per i soggetti fiscalmente esenti (ad esempio i fondi pensione statunitensi) che non possono portare in detrazione dall'imposta nazionale le ritenute subite sugli investimenti all'estero. Tuttavia attraverso i contratti *swap* è possibile dissociare la proprietà dei titoli dai rendimenti a questi associati. Un fondo americano può far acquistare i titoli o le obbligazioni emesse in un altro paese da un soggetto ivi residente offrendo come contropartita l'acquisto di titoli o obbligazioni statunitensi. Successivamente le due so-



cietà possono sottoscrivere uno *swap* sui rendimenti dei rispettivi portafogli. Dato che tipicamente i pagamenti sugli *swap* non sono assoggettati alle ritenute alla fonte questa strategia consente di evitare del tutto il pagamento delle imposte.

In alternativa, il soggetto esente può far acquistare i titoli o le obbligazioni da una società che può portare in detrazione le ritenute dalla propria imposta sul reddito e successivamente ottenere il rendimento del portafoglio prescelto attraverso uno *swap*.

Quando nel 1990, l'Italia eliminò il prelievo alla fonte sui BOT detenuti da investitori stranieri vi fu una drammatica caduta delle sottoscrizioni di *swap* sul tasso d'interesse italiano. Tale evidenza conferma che molti di essi erano utilizzati a fini elusivi. È dunque probabile che la forte diffusione degli strumenti derivati abbia indotto molti paesi a modificare le normative sulle ritenute tributarie alla fonte.

## 5. Dividend Washing

La possibilità offerta dai contratti derivati di trasferire i rendimenti dei titoli senza modificarne la proprietà può essere sfruttata non solo per aggirare trattamenti fiscali sfavorevoli ma anche per accedere ad agevolazioni che la legge riconosce esclusivamente a particolari categorie di contribuenti o di reddito.

Un esempio classico di trattamento fiscale differenziato fra soggetti è costituito dai dividendi: a differenza delle persone fisiche e delle persone giuridiche residenti il credito d'imposta non è in genere riconosciuto ai fondi di investimento e alle società estere. In passato queste asimmetrie hanno favorito lo sviluppo di una serie di strategie, note come *dividend washing*, volte a trasferire il beneficio derivante dal credito d'imposta dalle società residenti ai fondi o ai non-residenti. Le modalità tradizionali di realizzazione del *dividend washing* nel nostro Paese sono essenzialmente tre:

- vendita e riacquisto a ridosso delle scadenze tecniche;
- contratto di usufrutto sui titoli;
- operazioni di riporto.

Nel primo caso l'operazione avviene fra una società residente, che quindi ha diritto al credito d'imposta, ed un fondo o una società non residente (per semplicità nel proseguio «fondo» indicherà genericamente il soggetto che non ha diritto al credito d'imposta). Successivamente alla data in cui viene deliberata la distribuzione dei dividendi, di cui quindi è noto l'ammontare, il fondo vende le sue azioni alla società per poi riacquistarle a distribuzione avvenuta. L'operazione produce per il fondo una plusvalenza pari alla differenza fra il prezzo di vendita ed il prezzo del successivo riacquisto. In modo del tutto speculare la società realizza invece una minusvalenza di pari ammontare ed incassa i dividendi sull'azione. Ricorrendo alla notazione introdotta in precedenza, il risultato netto dell'operazione viene ottenuto (tabella seguente) come differenza fra i flussi di cassa in assenza di compravendita e quelli in presenza di compravendita (nella tabella  $t_p$  indica l'imposta a carico del fondo).

	Fondo	Società
Senza compravendita ..	$(1 - t_p)D$	0
Con compravendita ....	$(1 - t_p)[(1 + a)D - x]$	$(1 - t_s)(1 + a)D -$ $(1 - t_s)[(1 + a)D - x]$
Differenza .....	$(1 - t_p)(aD - x)$	$(1 - t_s)x$
Surplus netto totale ....	$(t_p - t_s)x + (1 - t_p)aD$	

Scegliendo opportunamente il valore di  $x$ , che determina l'ammontare della plusvalenza indicata con  $(1 + a)D - x$ , il surplus netto dell'operazione può essere opportunamente suddiviso fra fondo e società.

Il medesimo risultato può essere raggiunto tramite un contratto di usufrutto sulle azioni. La società percepirà i dividendi in cambio del pagamento al fondo di un canone di usufrutto. Questo canone gioca esattamente lo stesso ruolo della plusvalenza nel caso di compravendita permettendo di suddividere fra fondo e società il guadagno netto generato dall'operazione.

L'utilizzo del contratto di riporto risulta invece più complesso in quanto è necessario ricorrere ad un intermediario.

Nel caso di contratto di riporto, il dividendo secondo l'art. 1550 c.c. spetta al riportato (il fondo o la società estera nel nostro caso) e non al riportatore. Affinché l'operazione funzioni il riportato deve rinunciare all'esercizio del diritto. Questo suggerisce l'utilizzo di un intermediario che renda meno leggibile lo scambio.

L'operazione coinvolge quindi tre soggetti:

s1: fondo comune od operatore estero

s2: intermediario

s3: società residente

e si articola nelle seguenti fasi:

$t_0$ : s1 possiede un'azione omega che staccherà un dividendo  $D$  in  $t_3$ ,

$t_1$ : s1 stipula un contratto di riporto con s2

$t_2$ : s2 stipula un contratto di riporto della stessa azione con s3

$t_3$ : il dividendo viene staccato ed è accreditato sul conto di s3

$t_4$ : il contratto di riporto va a scadenza e l'azione omega tramite s2 viene restituita a s1, in cambio di un compenso trasferito tramite s2.

I flussi dell'operazione sono ancora esattamente equivalenti a quelli generati dalla compravendita di titoli se il compenso è pari a  $(1 + a)D - x$ .

L'entità di pratiche di questo tipo è difficilmente stimabile sebbene il ricorso a tali strategie sia testimoniato dall'anomalo aumento di trasferimenti azionari in prossimità delle date di distribuzione dei dividendi. Il legislatore italiano è intervenuto ripetutamente con l'intento di arginare tali fenomeni. In particolare l'art. 7-bis del D.L. 372/92 (convertito nella L. 429/92) limita l'efficacia delle operazioni di compravendita effettuate fra fondi comuni e società stabilendo che il credito d'imposta non spetta agli utili la cui distribuzione è stata deliberata anteriormente alla data di acquisto delle azioni.

Tuttavia è possibile eludere le norme che contrastano le strategie tradizionali di *dividend washing* utilizzando dei contratti derivati.

Ad esempio, il soggetto escluso dal godimento del credito d'imposta può far acquistare le azioni desiderate da una società residente per poi sottoscrivere un *equity swap* che dà di-

ritto a ricevere i dividendi, comprensivi di credito d'imposta, e le eventuali plus/minusvalenze in cambio del pagamento di un tasso di interesse fisso. Per verificare la convenienza di tale operazione confrontiamo i flussi di cassa associati con l'acquisto diretto dell'azione con quelli derivanti dall'acquisto indiretto tramite l'*equity swap* supponendo, per semplicità, che ogni operazione duri un solo periodo.

Per il fondo, l'acquisto diretto produce dei guadagni (al lordo dei costi di finanziamento) pari ai dividendi più (meno) eventuali plusvalenze (minusvalenze). Indicando con  $P$  l'eventuale plus/minusvalenza, il guadagno al netto delle imposte e degli oneri di finanziamento dell'acquisto diretto sarà quindi pari a  $(1 - t)(P + D - SR_b)$ . L'*equity swap* produce invece flussi al netto delle imposte pari a  $(1 - t)[P + (1 + a)D - S(R_b + x)]$ , con  $x$  che rappresenta la differenza fra il tasso *swap* ed il tasso di mercato. Quindi l'acquisto indiretto è profittevole per il fondo quando  $aD > Sx$  ossia quando il credito d'imposta è superiore alla differenza fra il tasso di interesse di mercato e quello concordato all'interno dell'*equity swap*. Per la società che ha diritto al credito d'imposta l'adesione all'accordo produce i seguenti flussi di cassa

Interessi passivi . . .	$-SR_b$	
Equity swap . . . . .	$S(R_b + x) - P - (1 + a)D$	
Rendimento azioni	$P + D$	
Imposte . . . . .	$t_S \left[ \underbrace{SR_b}_{\text{Interessi passivi}} + \underbrace{S(R_b + x) - P - (1 + a)D}_{\text{Proventi equity swap}} + \underbrace{P + D}_{\text{Proventi azioni}} + aD \right] - aD$	

Al netto delle imposte l'operazione frutta alla società una somma pari a  $(1 - t_S)Sx$ . Il guadagno netto complessivo dell'operazione è pari a  $(t_P - t_S)Sx + (1 - t_P)aD$  e potrà essere diviso fra fondo e società scegliendo opportunamente lo spread sui tassi d'interesse di mercato da inserire nel contratto *swap*.

Lo stesso risultato può essere raggiunto con il ricorso a dei contratti di opzione.

Il fondo acquista una opzione call con un prezzo di esercizio pari a  $S - (1 + a)D$  ed al contempo vende una opzione *put*



col medesimo prezzo di esercizio. La società acquista l'opzione *put* e vende al fondo la *call*. L'operazione equivale ad un acquisto a termine dell'azione da parte del fondo. Infatti se il prezzo dovesse risultare superiore a  $S - (1 + a)D$  il fondo eserciterebbe la sua opzione di acquisto mentre se il prezzo risultasse inferiore a tale livello sarebbe la società ad esercitare il proprio diritto alla vendita del titolo. Quindi alla fine del periodo il fondo otterrà un guadagno, o una perdita, pari a  $P + (1 + a)D$  e la società una perdita, o un guadagno, esattamente equivalenti. In altri termini la combinazione delle due opzioni permette di trasferire il credito d'imposta dalla società al fondo. La società sarà remunerata scegliendo opportunamente il premio delle opzioni. Infatti, ponendo

$$\text{premio } call - \text{premio } put = S \frac{R_b + x}{1 + R_b}$$

e valutando i flussi di cassa alla fine del periodo, il guadagno netto della società risulta pari a quello ottenuto attraverso l'*equity swap*

$$(1 - t_s) \left[ \underbrace{-SR_b}_{\text{Interessi passivi}} + \underbrace{S(R_b + x)}_{\text{Premi su opzioni}} - \underbrace{P - (1 + a)D}_{\text{Proventi opzioni}} + \underbrace{P + (1 + a)D}_{\text{Proventi azione}} \right] = (1 - t_s)Sx$$

Analogamente il guadagno netto del fondo, valutato alla fine del periodo, risulta  $(1 - t_p)[P + (1 + a)D - Sx]$ , che è superiore al rendimento dell'acquisto diretto per un ammontare pari a  $(1 - t_p)(aD - Sx)$ .