

TASSAZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE
(Corso di Laurea in Economia e Società, curriculum Finanza e moneta e
Corso di Laurea specialistica in Analisi, consulenza e gestione finanziaria, curriculum:
Gestione finanziaria)

Docente: Maria Cecilia Guerra

Lettura 9: La tassazione dei fondi comuni di investimento

Nella stesura di questi **appunti** ci si è basati su alcuni paragrafi dell'articolo di Maria Cecilia Guerra: "Gli organismi di investimento collettivo europei a fronte della liberalizzazione dei movimenti di capitali: problemi fiscali", in F.Cavazzuti e S.Giannini (a cura di), *Sistemi fiscali e integrazione europea*, Bologna, il Mulino, 1991 pp.159-218. Per l'aggiornamento delle informazioni e per la stesura dei paragrafi 4 e 5 si è fatto invece riferimento al lavoro di Giacomo Ricotti e Alessandra Sanelli: "Fiscalità e sviluppo del mercato dei fondi comuni nell'Unione Europea", in S. Giannini (a cura di) *Fisco e finanza in Italia e in Europa*, Roma, Bancaria editrice, a cui si rimanda per approfondimenti ed estensioni.

Introduzione

La liberalizzazione dei movimenti di capitali all'interno della Ue interessa non solo i singoli operatori, ma anche, e in maniera ancor più rilevante, gli intermediari finanziari e gli investitori istituzionali, sia pure in forma e misura diversa l'uno rispetto all'altro, anche in relazione alla disciplina ad essi riservata dalla normativa comunitaria, in termini di libertà di stabilimento, da un lato, e libertà di prestazione, dall'altro.

In particolare, motivazioni di ordine fiscale possono influenzare notevolmente, anche qualora non ne divengano la causa esclusiva, le decisioni inerenti la localizzazione della sede dell'intermediario stesso, mentre la possibilità, eventualmente concessa, di commercializzare liberamente i propri prodotti finanziari o le proprie quote rende appetibili i mercati esteri, e contribuisce a stimolare la competitività fra organismi di nazioni diverse.

In questo appunto ci si occupa di una categoria specifica di intermediari finanziari, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.), e si fa particolare riferimento alla libertà ad essi riconosciuta, di commercializzare le proprie quote all'interno della Ue.

L'analisi delle problematiche fiscali relative agli o.i.c.v.m. è alquanto complessa: un organismo può infatti avere sede in un paese, avere sottoscrittori in un secondo paese ed effettuare i propri investimenti finanziari in un terzo paese. Deve allora essere presa in considerazione la legislazione di tutti e tre i paesi, per gli aspetti relativi sia ai soggetti residenti che ai soggetti non residenti.

In questi appunti la tassazione degli o.i.c.v.m. verrà considerata solo nei suoi aspetti principali, distinguendo fra tassazione degli o.i.c.v.m. a livello nazionale e a livello internazionale.

1. Il prelievo fiscale sugli organismi di investimento collettivo a livello nazionale.

Il principio fondamentale cui si ispira la disciplina fiscale degli o.i.c.v.m. nei diversi paesi è che l'investimento compiuto attraverso l'intermediazione di tali organismi non deve essere ***né penalizzato né avvantaggiato rispetto a quello effettuato direttamente dal sottoscrittore***.

A questo risultato ci si avvicina, nella maggioranza dei Paesi europei (10 su 15), cercando di rendere gli organismi in esame *trasparenti*, assumendo cioè che essi non esistano, a fini fiscali, come entità separata rispetto ai partecipanti e tassando i proventi direttamente in capo agli investitori.

Più raramente, tale risultato è ottenuto sottoponendo a tassazione il fondo ma riconoscendo all'investitore un credito per tale imposta (Regno Unito, Spagna).

In altri casi si ricorre all'esenzione dei proventi in capo al percettore finale (Portogallo).

Nonostante sia per lo più finalizzata a realizzare il ***principio di indifferenza*** citato la disciplina fiscale riservata all'investimento finanziario intermediato è assai complessa e differisce notevolmente da paese a paese (anche in ragione del diverso trattamento che i singoli paesi riservano all'investimento diretto).

Due elementi concorrono a tale complessità:

- la necessità di tener conto della diversa natura dei redditi che confluiscono nei proventi degli o.i.c.v.m. (interessi, dividendi e plusvalenze);
- l'opportunità di differire la tassazione sui proventi dell'o.i.c.v.m. fino al momento della cessione o del riscatto della quota (*tax deferral*)

2.1. L'indifferenza nel trattamento fiscale in relazione alla diversa natura dei redditi distribuiti.

Molte tipologie di o.i.c.v.m. distribuiscono periodicamente ai propri sottoscrittori parte o tutti i redditi derivati dall'impiego del capitale. E' allora importante chiedersi quale natura debba essere attribuita a questi redditi. Qualora l'ente che li distribuisce sia a natura statutaria si potrebbe pensare agli stessi come a dividendi, in altri casi si potrebbe parlare di utili, ricavi, proventi o interessi.

Il problema sembrerebbe di scarsa importanza, in quanto meramente definitorio, in tutti i casi in cui, in conformità col principio di trasparenza, gli o.i.c.v.m. fossero considerati inesistenti a fini fiscali, o fossero esentati da imposta, e i rendimenti da essi redistribuiti ai partecipanti, a qualunque titolo, fossero sottoposti ad imposizione personale. I rendimenti che affluiscono agli o.i.c.v.m. hanno però natura assai diversa: interessi, dividendi o plusvalenze. Qualora fossero percepiti direttamente dai sottoscrittori, essi sarebbero sottoposti a regimi tributari fra di loro difformi. Nella generalità dei paesi, infatti, i *capital gains* non sono tassati o sono tassati mitemente in capo alle persone fisiche, per i dividendi esistono varie forme di integrazione fra imposta societaria e imposta personale, gli interessi sono frequentemente sottoposti a regimi di prelievo alla fonte, talvolta differenziati in ragione dell'attività finanziaria che li genera. Se gli investimenti sono effettuati tramite l'intermediazione di un o.i.c.v.m., e se i rendimenti che ne derivano sono redistribuiti ai sottoscrittori come un tutto indifferenziato, senza alcun riferimento alla loro originaria natura di dividendi, interessi e plusvalenze, il principio di indifferenza cui dovrebbe ispirarsi la tassazione degli organismi in questione viene meno.

L'applicazione di tale principio risulta più o meno difficoltosa in relazione al tipo di reddito che si considera.

- Nel caso dei *dividendi* l'investimento intermediato rischia di essere penalizzato rispetto a quello diretto qualora l'ordinamento fiscale non renda possibile riconoscere al sottoscrittore di quote di un o.i.c.v.m. che investa in azioni il **credito di imposta** (o altre agevolazioni pensate come soluzione al problema dell'integrazione fra imposta societaria e imposta personale) che gli sarebbe stato riconosciuto se avesse sottoscritto tali azioni direttamente.

- Per quanto riguarda la componente dei profitti degli o.i.c.v.m. rappresentata da *interessi*, il problema assume rilevanza solo nei paesi che prevedono l'applicazione di ritenute alla fonte su tali redditi. Occorre inoltre distinguere il caso in cui tali ritenute siano a titolo di imposta dal caso in cui esse siano a titolo d'acconto.

Nel primo caso, infatti, il prelievo fiscale è di tipo reale. La ritenuta è allora riferita esclusivamente al reddito, essa si applica nello stesso ammontare indipendentemente dal fatto che il sottoscrittore sia l'o.i.c.v.m. o il soggetto che ne detiene le quote.

Nel secondo caso invece, in analogia a quanto visto per il credito di imposta, si pone il problema di permettere lo **scomputo delle ritenute** in esame dall'imposta dovuta, sul proprio reddito complessivo, dal sottoscrittore finale.

- Le *plusvalenze* distribuite dagli o.i.c.v.m. non hanno generalmente subito alcuna ritenuta alla fonte, né è riconosciuto per esse alcun credito di imposta. Ciò nonostante, come si è accennato più sopra, qualora fossero ottenute su attività sottoscritte direttamente da persone fisiche, esse non verrebbero ricomprese nel reddito sottoposto all'imposta personale, ma sarebbero esonerate dal prelievo o assoggettate a regimi agevolativi. La loro distribuzione quali redditi di capitale aggraverebbe quindi l'onere di imposta ad esse riservato e non sarebbe coerente col principio di indifferenza.

Le risposte date dai paesi della Ue a questo problema sono piuttosto varie ed articolate, specialmente per quanto riguarda i *capital gains*. Esse possono essere meglio comprese se messe in relazione con le scelte compiute dai singoli paesi con riferimento agli altri problemi di cui ci si occupa in questo paragrafo: la trasparenza degli o.i.c.v.m., e il problema del *tax deferral*.

Se l'organismo di cui si discute è soggetto di imposta può ad esempio essere possibile effettuare compensazioni relative ad eventuali ritenute alla fonte da esso subite già in sede di determinazione dell'imposta cui è assoggettato.

E' inoltre particolarmente importante sapere se esiste o meno un *obbligo di distribuzione* da parte degli o.i.c.v.m. degli utili percepiti, e se tale obbligo si estende anche alle plusvalenze. In tal caso infatti la soluzione al problema in discussione è di solito ricercata nell'attribuire ai redditi distribuiti a ciascun sottoscrittore la natura di interessi, dividendi e plusvalenze, secondo una proporzione pari a quella da essi occupata negli utili complessivi dell'o.i.c.v.m.. Ciò resta vero per interessi e dividendi in tutti i casi in cui le plusvalenze possono essere accumulate in esenzione d'imposta dagli o.i.c.v.m..

2.2. *Il timing della distribuzione: la problematica del deferral.*

Per molti o.i.c.v.m. il momento della percezione dei proventi dei propri investimenti non coincide con quello della loro percezione da parte dei sottoscrittori. Gli utili conseguiti, che non siano oggetto di distribuzione, vengono allora reinvestiti e il sottoscrittore beneficia di un incremento di valore delle quote in suo possesso. Il vantaggio di questa operazione è principalmente di natura fiscale: l'imposizione dei redditi in esame in capo al sottoscrittore viene posticipata nel tempo, e, dato il regime fiscale cui sono generalmente assoggettati gli

o.i.c.v.m., essi vengono accumulati in esenzione da ogni tipo di prelievo, o dopo avere subito un prelievo alquanto contenuto. Questa agevolazione fiscale è generalmente nota come *tax deferral*. Nel caso dei fondi di capitalizzazione pura il vantaggio fiscale è ancora più evidente: la percezione effettiva di tali redditi da parte del sottoscrittore è infatti rinviata fino al momento in cui esso rivende le quote di cui è proprietario, realizzando su di esse una plusvalenza che è esente da imposta o assoggettata ad un prelievo generalmente più favorevole rispetto a quello riservato ai redditi di capitale.

Va comunque notato che il beneficio del *deferral* non sussiste nelle situazioni in cui i redditi di capitale sono sottoposti a regimi sostitutivi che si concretano nell'applicazione di ritenute a titolo di imposta al momento della loro percezione da parte dell'o.i.c.v.m..

E' evidente che il fenomeno del *deferral* è incompatibile col principio di indifferenza di cui si è più volte parlato in questo paragrafo.

A ciò si può ovviare, alternativamente:

- rendendo l'o.i.c.v.m. *trasparente* a fini fiscali e agendo quindi come se il partecipante ricevesse i proventi dell'investimento collettivo nello stesso momento, o meglio nello stesso periodo di imposta in cui l'o.i.c.v.m. li riceve. Ciò implica l'imputazione al sottoscrittore dei redditi dell'o.i.c.v.m. secondo un criterio "pro-rata", applicabile sia nel caso di organismi di pura accumulazione, sia nel caso in cui si abbia distribuzione, ma solo parziale (Belgio, Danimarca e Germania);
- assoggettando i redditi non distribuiti ad imposta in capo all'o.i.c.v.m. (Austria, Italia, Portogallo, Svezia)
- aggirando il problema con la previsione di un obbligo per gli organismi in esame di distribuire l'intero ammontare degli utili che esso riceve (Regno Unito).

3. Il prelievo fiscale sugli organismi di investimento collettivo a livello internazionale.

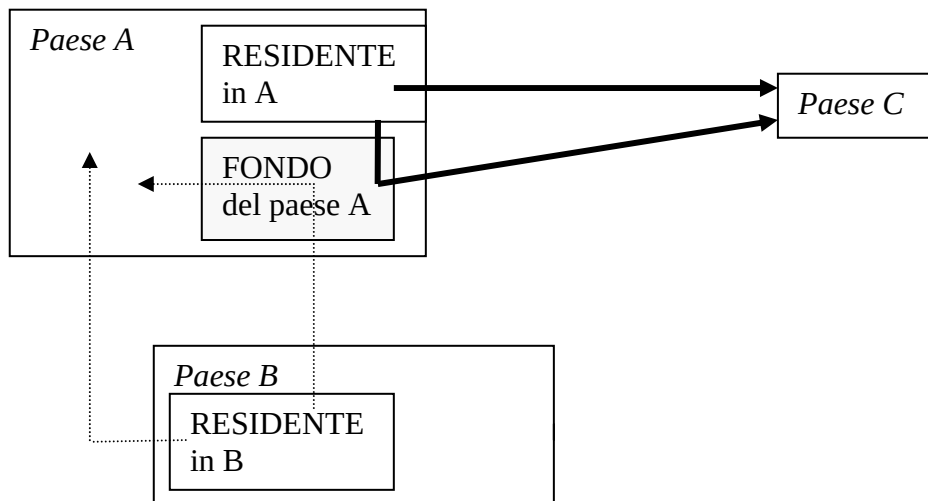
Come si è precedentemente ricordato, gli o.i.c.v.m. europei possono liberamente commercializzare le proprie quote nei diversi paesi membri. Un organismo di investimento collettivo, che *ha sede* in un determinato paese, può quindi *investire* in un altro paese e *distribuire utili* a sottoscrittori residenti in un altro paese ancora. In questa situazione, la problematica cui si è fatto riferimento nel paragrafo precedente risulta più complessa e necessita una ridefinizione.

Anche in questo nuovo contesto il principio che dovrebbe ispirare la disciplina degli o.i.c.v.m. è il **principio di indifferenza**, sotto il profilo fiscale, nel trattamento riservato al risparmio intermedio da questi organismi rispetto a quello cui è ricondotto l'investimento diretto.

E' comunque utile articolare questo principio distinguendo tre diverse aree problematiche:

- 1) Tassazione dei non residenti che investono in fondi interni
- 2) Tassazione dei residenti che investono in fondi esteri
- 3) Tassazione dei proventi che i fondi interni ottengono investendo all'estero

Con riferimento al grafico che segue, il principio di indifferenza è rispettato quando a freccia uguale corrisponde uguale trattamento fiscale.



1. Tassazione dei non residenti che investono in fondi interni

Nella maggior parte dei Paesi la disciplina fiscale dei proventi derivanti dai fondi interni percepiti da soggetti non residenti è analoga a quella applicabile agli investimenti cross-border diretti; ciò assicura un sostanziale rispetto del principio di indifferenza tra le due forme di investimento.

Quando tale principio è rispettato si dice che non esistono “**barriere all’uscita**” nell’industria dei fondi comuni.

Con riferimento al grafico: si richiede che il paese A tassi allo stesso modo i residenti del paese B che investono in A direttamente o tramite un fondo comune

Due possibili eccezioni al principio di indifferenza

a) Legato al problema della **diversa natura dei proventi distribuiti dagli o.i.c.v.m.** Perché sia rispettato il principio di indifferenza, occorre che non ci sia l’applicazione di ritenute che non verrebbero applicate in capo al non residente in caso di investimento diretto. Ad esempio, sappiamo che gli interessi che vanno a non residenti non subiscono, nei paesi europei, l’applicazione di ritenute. In effetti, generalmente anche la distribuzione di proventi derivanti da interessi e plusvalenze da parte degli o.i.c.v.m. a soggetti non residenti non comporta l’applicazione di ritenute e laddove non vige il sistema della trasparenza e i proventi sono tassati in capo al fondo, sono previste forme di rimborso del prelievo subito “a monte” in favore dei sottoscrittori non residenti (Italia, Belgio).

I dividendi, diversamente dagli interessi, sono spesso assoggettati a ritenute alla fonte, quando distribuiti a non residenti. L’investimento in un oicvm estero può dar luogo a penalizzazione quando i proventi che esso distribuisce sono assimilati a dividendi (indipendentemente dal fatto che derivino da interessi, plusvalenze o dividendi). In questo caso infatti essi subiscono un prelievo alla fonte che non si applicherebbe nel caso di investimento diretto

b) Legato al **timing della tassazione**. Nel caso di fondi ad accumulazione, analogamente a quanto si verifica nell’investimento puramente domestico, anche per i

sottoscrittori non residenti l'investimento tramite fondi può consentire, se i proventi sono tassati solo al momento della distribuzione, il beneficio del **tax deferral**.

COME È IN ITALIA?

I non residenti che investono in fondi comuni italiani non subiscono alcuna discriminazione. I proventi sono infatti erogati senza applicazione di alcuna ritenuta. Ai non residenti è poi riconosciuto un rimborso di imposta pari al 15% dei proventi derivanti dalla partecipazione al fondo (ottenuti alla distribuzione o al momento del riscatto della quota).

Vi è poi un regime fiscale di particolare favore per i "fondi dedicati" : o.i.c.v.m. italiani le cui quote siano sottoscritte esclusivamente da soggetti non residenti. Questi fondi non sono tassati sul risultato di gestione. I proventi da essi conseguiti che affluiscono ai non residenti sono quindi esenti da ogni tipo di imposta italiana.

2) Tassazione dei residenti che investono in fondi esteri

Il principio di indifferenza richiede, in questo caso che un soggetto residente sia tassato dal proprio paese allo stesso modo, sia che investa all'estero direttamente, sia che investa all'estero servendosi di un fondo comune estero.

Con riferimento al grafico: si richiede che il paese B tassi allo stesso modo i propri residenti che investono in A direttamente o tramite un fondo comune che abbia sede in A.

Se il principio di indifferenza, in questa accezione, è rispettato, si dice che non ci sono "**barriere all'entrata**".

Nell'esaminare questo problema bisogna ricordare che, anche nel caso di investimento intermediato, come nel caso di investimento diretto, non è sempre possibile, per il paese di residenza del sottoscrittore, tassare il proprio residente sui redditi di capitale che percepisce all'estero. Le previsioni in tal senso che esistono nei diversi sistemi tributari nazionali possono rimanere, e molto spesso rimangono, lettera morta. E' quindi utile, nelle analisi applicate, distinguere la situazione **di diritto** (prevista cioè dalla normativa) da quella **di fatto**.

Anche nel caso delle barriere all'entrata sono due gli aspetti problematici:

- a) L'esistenza di **ritenute all'ingresso**. Sotto questo profilo non vi è generalmente discriminazione in relazione al fatto che i proventi derivino da un investimento diretto o intermediato. In entrambi i casi, in assenza di *agenti pagatori* residenti, l'applicazione del prelievo è rimessa direttamente all'investitore in sede di dichiarazione annuale. La mancanza di uno scambio di informazioni sistematico tra amministrazioni finanziarie per i redditi finanziari rende però pressoché impossibile la verifica dell'adempimento degli obblighi fiscali da parte degli investitori.
- b) L'esistenza di **tax deferral**. Nel caso di investimento in fondi esteri questo problema, può assumere dimensioni rilevanti. Nei Paesi in cui il *tax deferral* non è consentito per i fondi di diritto interno (o lo è solo per le plusvalenze, perché su interessi e dividendi si hanno prelievi alla fonte, indipendenti quindi dalla distribuzione) si verifica un netto vantaggio competitivo per i fondi esteri ad accumulazione.
- c) In parte come rimedio al problema del *tax deferral*, le discipline di diversi Paesi, prevedono un **trattamento fiscale più oneroso** per i sottoscrittori di fondi esteri rispetto a quelli nazionali. La penalizzazione fiscale può assumere varie forme e discriminazioni che determinano indesiderate segmentazioni nel mercato degli o.i.c.v.m.: in alcuni casi esse comportano doppie o triple tassazioni, che si traducono o in un disincentivo all'investimento o in una canalizzazione verso alcune tipologie

di fondi. Tali segmentazioni costituiscono barriere significative alla creazione di un mercato europeo degli o.i.c.v.m. realmente integrato.

COME È IN ITALIA?

La riforma Visco interveniva sul problema del tax deferral prevedendo che la tassazione all'ingresso sui proventi dei fondi comuni esteri, che avviene secondo la stessa aliquota di prelievo dei fondi interni (12,5%), fosse corretta con l'equalizzatore, in modo tale da eliminare il beneficio della loro tassazione alla realizzazione anziché alla maturazione.

A seguito dell'abrogazione dell'equalizzatore i sottoscrittori residenti di fondi esteri godono pienamente del beneficio del tax deferral. Ci si trova quindi nella situazione paradossale in cui i sottoscrittori di fondi nazionali sono tassati con un prelievo sostitutivo proporzionale su tutti i proventi, anche semplicemente maturati, mentre i proventi derivanti dalla partecipazione a o.i.c.v.m. esteri sono tassati in capo agli investitori residenti, solo all'atto della distribuzione o del realizzo.

3) *Tassazione dei proventi che i fondi interni ottengono investendo all'estero*

Con riferimento a questo problema, il principio di indifferenza richiede che un fondo che investe in un altro paese subisca la stessa tassazione che subirebbe un investitore diretto. Con riferimento al grafico: si richiede che il fondo del paese A che investe nel paese C sia tassato nello stesso modo in cui è tassato un soggetto residente nel paese A che investa, direttamente, nel paese C.

Gli aspetti problematici sono due:

- a) gli o.i.c.v.m. subiscono gli stessi prelievi alla fonte che subiscono gli investitori diretti? Sotto il profilo formale non esiste generalmente alcuna discriminazione ai danni dei fondi: anche essi godono, in qualità di non residenti, della esenzione da ogni prelievo alla fonte su interessi e plusvalenze. In realtà, talvolta gli adempimenti documentali richiesti per provare la propria natura di non residente sono tali da rendere difficile ai fondi in questione evitare la tassazione.
- b) Gli o.i.c.v.m. godono dello stesso trattamento convenzionale di cui godono gli altri non residenti? (l'applicazione delle convenzioni è particolarmente importante quando permette ad esempio il riconoscimento del credito di imposta per imposte eventualmente subite dai redditi di capitale percepiti dal fondo nel paese fonte, il paese C, nell'esempio del grafico).

Questo problema è particolarmente delicato: le convenzioni generalmente non contemplano esplicitamente il fondo. Non è poi facile fare rientrare tali fondi fra i soggetti "residenti" in quanto la natura di soggetto residente in uno stato viene generalmente riconosciuta ai soggetti che sono tassati in quello stato, mentre molto spesso i fondi sono trasparenti e non sono quindi tassati.

In generale:

- se i fondi sono **trasparenti**, non godono del trattamento convenzionale,. Questo potrebbe teoricamente essere richiesto direttamente dai sottoscrittori del fondo, pro quota. Si tratta di una possibilità più teorica che effettiva, anche se alcuni Stati (Irlanda, Regno Unito) prevedono la possibilità che sia il fondo estero a presentare la richiesta del trattamento convenzionale per conto di tutti i sottoscrittori aventi diritto. Queste previsioni contribuiscono a

rendere quei Paesi localizzazioni favorevoli per l'investimento da parte di o.i.c.v.m. esteri, specie rispetto ai titoli azionari. (Ancora più favorevole sotto questo profilo appare l'orientamento delle autorità finlandesi, che attualmente riconoscono i benefici convenzionali a tutte le tipologie di o.i.c.v.m. europei, indipendentemente dalla circostanza che gli stessi siano assoggettati a tassazione nel Paese di origine).

- se i fondi sono **tassati** nel loro paese, sono ugualmente generalmente esclusi dal trattamento convenzionale in quanto beneficiari di regimi preferenziali di tassazione.

In conclusione, l'impianto normativo rappresentato dalla rete di convenzioni bilaterali in Europa mostra ormai da tempo un elevato grado di obsolescenza in presenza di una sempre maggiore spinta all'integrazione del mercato europeo e alla nascita di soggetti economici che non erano stati inizialmente previsti dai trattati.

Questo problema richiede una soluzione concordata, fra stati, allo stesso modo in cui la richiederebbe il superamento della ripartizione tradizionale dei redditi finanziari tra interessi, dividendi e plusvalenze che costituisce anche ai fini delle convenzioni un retaggio storico che trova sempre più difficoltà ad essere applicato in presenza di innovazione finanziaria

COME È IN ITALIA

In Italia gli investitori istituzionali esteri (tra i quali i fondi) sono stati inseriti tra i soggetti non residenti che la normativa fiscale italiana esenta dal prelievo sugli interessi e sulle plusvalenze, indipendentemente dalla tassazione cui gli investitori medesimi sono soggetti nel Paese di insediamento (e quindi indipendentemente dal possesso dei requisiti formali generalmente richiesti dalle convenzioni). Sotto questo profilo, quindi, l'Italia rappresenta oggi una delle localizzazioni ottimali per l'investimento obbligazionario da parte dei fondi esteri.

4. La tassazione delle società di gestione

Il patrimonio netto gestito dagli o.i.c.v.m. è aumentato negli ultimi anni con tassi di crescita a due cifre. Secondo i dati dell'associazione di categoria europea (FEFSI, 2002a), il mercato che comprende l'UE, la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia, la Norvegia e la Svizzera, ha registrato, nel periodo 1996-2001, un tasso di incremento annuo composto vicino al 20%. All'interno dell'UE, il maggior attivo netto è gestito dai fondi di diritto lussemburghese, seguiti da quelli francesi e italiani. Se si considera però un indice dimensionale quale il rapporto tra attivo gestito e PIL del Paese di residenza, si può notare una concentrazione non ordinaria di tale industria in Lussemburgo ed Irlanda. A fronte di un valore di tale indice per l'UE pari al 40% e per gli Stati Uniti al 62%, in Lussemburgo il rapporto attivo gestito/PIL è pari al 3802%, mentre in Irlanda si attesta al 185%.

La variabile "tassazione" può aiutare a comprendere questo fenomeno. Essa incide non solo sulla tassazione dei proventi dei singoli fondi (come si è sino ad ora spiegato) ma anche sui profitti delle società che gestiscono tali fondi (SGR). La tassazione di tali società non si differenzia, solitamente, da quelle delle altre imprese della nazione di residenza. Il trattamento privilegiato di tali società ha contribuito a determinare due poli di attrazione per l'industria del risparmio gestito all'interno della Ue: l'Irlanda e il Lussemburgo.

I vantaggi conseguibili attraverso la localizzazione delle società di gestione nei Paesi a bassa fiscalità sono facilmente dimostrabili attraverso il seguente esempio, che prende in considerazione il regime di tassazione vigente in Italia, dove le società di gestione sono soggette, come le altre società di capitali, ad Ires ed Irap. La prima è pari al 33% del reddito imponibile. L'Irap si applica sul valore della produzione netta con aliquota pari al 4,25% e le normative tributarie del Lussemburgo e dell'Irlanda, caratterizzate, invece, da consistenti vantaggi fiscali (che qui si sceglie di non descrivere in dettaglio).

E' importante notare che il vantaggio fiscale riconosciuto in Lussemburgo e Irlanda alle società di gestione può essere poi trasferito alle società controllanti che risiedano in un altro Stato dell'UE, proprio grazie alla direttiva UE cd. "madre-figlia". Gli utili prodotti dalle SGR insediate in Irlanda o in Lussemburgo possono essere distribuiti alle controllanti italiane scontando, in Italia, un'imposizione minima: i dividendi ricevuti da controllate estere residenti in un Paese dell'UE sono infatti esenti dall'Ires per il 95% del loro importo. *Ceteris paribus*, dunque, mentre una SGR residente in Italia ha un carico fiscale del 37,25%, lo stesso reddito sconta una tassazione complessiva pari all'1,65% se la SGR risiede in Lussemburgo e all'11,48% se è localizzata in Irlanda.

	SGR residente in		
	ITALIA	IRLANDA	LUSSEMBURGO
Reddito imponibile	100	100	100
Imposte	37,25	10	0
Reddito netto (interamente distribuito alla società madre italiana)	62,75	90	100
Tassazione, in capo alla società madre italiana, degli utili distribuiti dalla SGR (IRPEG pari al 36%)	0	1,48	1,65
Utile netto	62,75	88,52	98,35
Tassazione complessiva	37,25	11,48	1,65

La tassazione agevolata delle società di gestione è, sotto il profilo fiscale, condizione necessaria, **ma non sufficiente**, per il verificarsi di fenomeni di localizzazione quali quelli lussemburghesi e irlandesi. Rileva, infatti, anche la tassazione dei fondi. Alla luce delle considerazioni effettuate nei paragrafi precedenti, si può sostenere che il *mix* migliore di misure si ha qualora ai vantaggi per le società di gestione si aggiungano:

- imposte sul reddito prodotto dai fondi pari a zero (ad esempio, prevedendo un regime di trasparenza fiscale);
- esenzione degli investitori non residenti da ritenute sui proventi percepiti dai fondi, al momento della distribuzione o della cessione delle quote;
- non applicabilità delle ritenute alla fonte su interessi e dividendi percepiti dai fondi;
- esistenza di una rete di convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni che riconosca tra i soggetti destinatari degli accordi anche i fondi residenti.

In assenza di queste caratteristiche il vantaggio competitivo derivante dai minori costi sperimentati in capo alle società di gestione risulterebbe affievolito, a causa della maggiore tassazione complessiva dei fondi esteri rispetto ai fondi di diritto interno.

Le caratteristiche ricordate sono patrimonio comune delle legislazioni tributarie di Irlanda e Lussemburgo. Infatti, gli investitori non residenti sono esenti, i fondi non sono tassati (se non, in Lussemburgo, con un'imposta patrimoniale di limitato ammontare) e non sono soggetti a ritenute. Il successo di questi due Paesi, quindi, deve essere attribuito non solo alla previsione di agevolazioni in capo alle società di gestione, ma anche alla costruzione di un "pacchetto" completo di norme tributarie di favore.

5. La direttiva sul risparmio: possibili effetti sugli o.i.c.v.m.

La direttiva sulla tassazione del risparmio in sede Ue (vedi lettura 8) potrebbe avere importanti riflessi sul mercato europeo degli o.i.c.v.m..

Rientrano infatti nell'ambito di applicazione della direttiva, oltre agli interessi derivanti dall'investimento diretto in titoli e altri strumenti di debito, anche i proventi derivanti dalla partecipazione a organismi di investimento collettivo del risparmio con patrimonio investito prevalentemente in obbligazioni e altri strumenti di debito; sono escluse invece altre tipologie di organismi di investimento.

In particolare l'ambito di applicazione della direttiva è stato esteso agli organismi stabiliti al di fuori dell'UE, indipendentemente dalla loro forma giuridica, e a quelli europei non armonizzati.

Le disposizioni della direttiva si applicano in maniera diversa a seconda che i proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi siano conseguiti in sede di distribuzione ovvero capitalizzati dal fondo e realizzati dai sottoscrittori in sede di riscatto, rimborso o cessione delle quote.

Ai **fondi a distribuzione** la direttiva si applica sempre. I fondi in questione sono considerati trasparenti, e gli adempimenti della direttiva riguardano esclusivamente la quota dei proventi distribuiti derivante dai pagamenti ricevuti dal fondo a titolo di interessi. Viene lasciata agli Stati membri la possibilità di escludere dall'ambito di applicazione della direttiva i fondi a distribuzione per i quali la quota di patrimonio investito in strumenti che generano interessi non superi il 15%. Si tratta di un'opzione che, se esercitata da uno Stato membro, vincola anche gli altri Paesi rispetto ai fondi insediati in quello Stato.

Ai **fondi a capitalizzazione**, invece, la direttiva si applica solo se l'attivo patrimoniale del fondo è investito per oltre il 40% (25% dal 1 gennaio 2011) in strumenti di debito. Anche a tali fondi viene esteso l'approccio della trasparenza: lo scambio di informazioni (o la ritenuta nel caso dei Paesi esonerati per il periodo transitorio) deve riguardare la sola quota dei proventi derivante dagli interessi ricevuti dal fondo, come nel caso di proventi distribuiti. Le percentuali relative alla composizione dell'attivo patrimoniale del fondo saranno determinate sulla base della politica di investimento enunciata nel regolamento o nei documenti costitutivi degli organismi interessati. Solo in assenza di indicazioni specifiche si ha riguardo all'effettiva composizione dell'attivo. In mancanza di informazioni circa la composizione dell'attivo patrimoniale del fondo, però, tutti i proventi conseguiti vengono assimilati ad interessi e fatti rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva.

Queste disposizioni sollevano alcuni importanti problemi a cui si fa breve cenno in quanto segue.

1. L'applicazione della direttiva può avere come conseguenza il rischio di possibili **segmentazioni di mercato**, in quanto essa introdurrebbe:
 - discriminazioni tra fondi basate sia sulla natura degli investimenti (prevalenza o meno di strumenti di debito), sia sulla tipologia dei sottoscrittori (dal momento che la direttiva riguarda ovviamente i soli sottoscrittori europei). Nascerebbero così mercati paralleli per i fondi a prevalenza obbligazionaria (fondi “nella direttiva interessi”) e per altri organismi di investimento (fondi “fuori direttiva”), ovvero per i fondi a commercializzazione *cross-border*, soggetti agli adempimenti della direttiva, e per i fondi a commercializzazione nazionale, esclusi. Tali discriminazioni potrebbero anche determinare la nascita di prodotti orientati in via esclusiva a investitori residenti in Paesi terzi o a investitori europei non soggetti alla direttiva (imprese, investitori istituzionali);

- spinte alla ricomposizione dei patrimoni dei fondi. L’inclusione nella direttiva dei soli fondi a prevalenza obbligazionaria potrebbe indurre i gestori a costituire organismi che si attestino immediatamente al di sotto della soglia rilevante (40%) di investimenti in titoli di debito, al solo fine di evitare l’assoggettamento alla direttiva e gli adempimenti che ne derivano;
 - incentivi alla sostituzione dell’investimento in fondi con altre forme di risparmio intermedio (polizze *unit-linked*, fondi pensione, ecc.) che, pur presentando caratteristiche analoghe in termini di composizione dei flussi reddituali, non sono ricompresi nella direttiva.
2. L’aggravio degli **oneri amministrativi**. L’adozione dell’approccio della trasparenza pone il problema dei costi derivanti dalla gestione degli adempimenti amministrativi. Questi costi deriveranno principalmente dalla necessità di conoscere la composizione dell’attivo patrimoniale del fondo e potrebbero risultare elevati, soprattutto nel caso di fondi a struttura complessa. Gli ostacoli amministrativi risulterebbero accentuati nel caso di fondi extra-europei, a causa delle maggiori difficoltà nel reperire le informazioni necessarie da parte degli agenti pagatori. Infine, l’applicazione della ritenuta in tre Paesi nel periodo transitorio pone il problema della complessità delle procedure necessarie per far valere la ritenuta stessa ai fini del credito per le imposte estere nel Paese di residenza degli investitori. Questi costi si riverseranno in gran parte – sotto forma di maggiori commissioni – non soltanto sugli investitori soggetti alle disposizioni della direttiva (persone fisiche residenti nell’UE), ma anche sulle altre categorie di investitori, tenuto conto della necessità per gli agenti pagatori di procedere in ogni caso all’identificazione dei sottoscrittori. A parità di altre condizioni, tali costi risulteranno tanto più elevati quanto più articolata è la politica di investimento seguita dal fondo, a causa della necessità di acquisire le informazioni relative alla composizione degli investimenti indiretti: nel caso dei “fondi di fondi” è probabile che l’entità dei costi amministrativi connessi con la direttiva sia tale da precludere la commercializzazione dei prodotti.

Come elemento positivo della direttiva si può ricordare che:

- la necessità di introdurre l’approccio della trasparenza per i fondi a prevalenza obbligazionaria potrebbe indurre i legislatori nazionali ad estendere tale sistema – ove non fosse già vigente – a tutti gli organismi di investimento, indipendentemente dalla natura degli investimenti.
- l’obbligo previsto dalla direttiva di segnalare annualmente gli interessi conseguiti dagli investitori non residenti tramite fondi potrebbe poi aiutare a risolvere il problema del *tax deferral* legato all’accumulo dei proventi nei fondi esteri, riducendo, per tale via, la necessità di disposizioni nazionali volte a contrastare il fenomeno.

In ogni caso, la complessità della materia, che deriva sia dalle differenze nazionali nella tassazione dei fondi sia dal sovrapporsi di normative interne e di disposizioni convenzionali (oltre che di prassi amministrative spesso differenziate) induce a ritenere che sarebbe forse stata più opportuna una trattazione delle problematiche relative ai fondi comuni in disposizioni *ad hoc*, per quanto coordinate con quelle relative alla fiscalità dei redditi da risparmio in tutte le loro forme.