

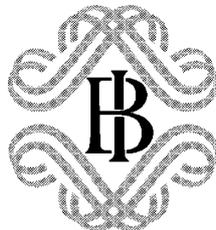
BANCA D'ITALIA

# **Quaderni di ricerca giuridica**

**della Consulenza legale**

**Tassazione del risparmio gestito  
e integrazione finanziaria europea**

di A. Magliocco, D. Pitaro, G. Ricotti e A. Sanelli



**Numero 50 - Settembre 1999**

*All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.*

*All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.*

*I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.*

*I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.*

*Comitato di coordinamento:*

VINCENZO CATAPANO, SERGIO LUCIANI, PAOLO ZAMBONI GARAVELLI, LUCIO CERENZA.

## **Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea**

di A. Magliocco, D. Pitaro, G. Ricotti e A. Sanelli

Numero 50 - Settembre 1999

*Gli Autori desiderano ringraziare per la collaborazione prestata:*

- *in Francia, da Bruno Rousselet e Pierre Gueret del Ministero de l'Economie des finances et de l'Industrie, da Jean-Yves Bonnel delle Generali Vie Assurances, da Martine Guichenduc della Caisse des Depots et Consignations;*
- *in Lussemburgo, dal dr. D'Angelo del Ministero des Finances, da Mr. Deitz della Deloitte & Touche;*
- *in Germania, da Peter O. Heller e Uwe Bellmann della Commerzbank, da Klaus Zinkeisen e Rupert Limentani della Deutsche Bank; da Till Entzian della Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (Federazione tedesca dei fondi di investimento);*
- *nel Regno Unito, da Christine Green e Paul Heggs dell'Inland Revenue, Christopher Brealey dell'AUTIF (Association of Unit Trusts and Investment Funds), Kevin Corcoran e Jean M. Stevenson della Price Waterhouse.*

*Un ringraziamento particolare va a Vincenzo Pontolillo per il determinante impulso dato alla ricerca. Un sincero ringraziamento va inoltre a Guido Ancidoni per la preziosa consulenza prestata negli approfondimenti tecnici sul sistema fiscale italiano. Ogni errore è, come di consueto, ad esclusivo carico degli Autori.*

## INDICE

	Pag.
Presentazione .....	9
1. LE RAGIONI E IL METODO DELLA RICERCA .....	11
2. LA TASSAZIONE DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA .....	16
2.1 Le linee fondamentali della riforma del 1° luglio 1998 .....	17
2.2 Le linee evolutive: gli interventi normativi del 1999 .....	25
3. IL CONFRONTO COMPARATO .....	30
3.1 Il sistema francese .....	34
3.2 Il sistema lussemburghese .....	36
3.3 Il sistema tedesco .....	38
3.4 Il sistema inglese .....	40
4. LA RIFORMA ITALIANA NEL CONTESTO EUROPEO .....	45
4.1 La piazza finanziaria italiana: il ruolo della fiscalità nell'industria del risparmio gestito .....	45
4.1.1 Il risparmio "endogeno": gli investimenti finanziari dei residenti .....	45
4.1.2 Il risparmio "esogeno": gli investimenti finanziari dei non residenti .....	50
4.2 La riforma italiana e la proposta "Monti" sugli interessi dei non residenti .....	51
5. CONCLUSIONI .....	56
APPENDICI .....	59
I. La tassazione dei prodotti del risparmio gestito in Europa .....	61
- Francia .....	61
- Lussemburgo .....	74
- Germania .....	80
- Regno Unito .....	91
II. Il confronto tra fondi tassati per cassa e fondi tassati sul maturato .....	108
III. Tavole .....	110
Bibliografia .....	113



## Presentazione

*Far parte dell'Europa richiede innanzitutto conoscere l'Europa. A quest'obiettivo risponde il presente lavoro, che pone a confronto la recente riforma italiana sulla fiscalità del risparmio con le esperienze dei principali paesi europei.*

*La ricerca parte, come di consueto, dalla considerazione di un fenomeno reale: il crescente sviluppo dei prodotti del risparmio gestito nel mercato europeo. L'asset management è ormai una determinante comune ai paesi dell'Unione, che muove e canalizza le risorse finanziarie degli investitori verso alcuni mercati. Tra le ragioni che condizionano le scelte dei risparmiatori, sta assumendo un ruolo sempre più importante la "variabile fiscale", il peso delle imposte che riduce i profitti del risparmio. I differenziali fiscali concorrono, insieme agli altri fattori di convenienza, a spostare gli investimenti da uno strumento finanziario ad un altro, attraverso mercati sempre più comunicanti, in uno spazio d'azione che, attraverso il libero movimento dei capitali e mediante l'uso delle reti telematiche, non ha più barriere geografiche e temporali.*

*La conoscenza dei sistemi fiscali in Europa diviene allora un elemento imprescindibile per comprendere la funzionalità degli ordinamenti nazionali, per valutarne il grado di attrattività esercitato sugli investitori non residenti, per spiegare le "fughe di capitali" all'estero.*

*Pensare che gli ingenti movimenti di capitale siano ancora condizionati dalla scelta del singolo risparmiatore allo sportello bancario corrisponde ad un'idea "romantica" del mercato finanziario, che trascura il ruolo svolto dai gestori professionali. Sono gli stessi intermediari che, nella valutazione del ritorno atteso sul risparmio affidato in gestione dalla propria clientela, considerano il peso della fiscalità che decurta i rendimenti, confrontano le possibili alternative di impiego, valutano le opportunità offerte dalle singole legislazioni fiscali. Il risparmio di imposta che gli intermediari conseguono spostando la propria attività in paesi a bassa fiscalità può costituire un ulteriore strumento di competizione nelle politiche di pricing, in quanto può riflettersi sul prezzo dei servizi, attraverso la traslazione dei minori costi di produzione sulle condizioni di offerta dei prodotti.*

*Non sono questi fenomeni recenti. Negli studi di finanza pubblica sul sistema fiscale inglese, A.C. Pigou poneva nel lontano 1928 gli stessi interrogativi attuali:*

*"When this assumption (n.d.r.: la tesi si riferisce a una "single isolated and self-contained community") is removed, several new and large problems arise ... Prima facie two sorts of reaction are liable to be set up. First, capital, which would otherwise have been invested in the territory of the taxing authority, may be driven abroad. Secondly, persons, who would otherwise have worked and lived within that territory, may be driven abroad."*

*Rispetto al passato, la novità è la costruzione di un mercato finanziario europeo nel quale le transazioni in titoli e il regolamento delle operazioni si effettuano, dall'inizio dell'anno, attraverso una moneta unica. Il traguardo dell'Unione Monetaria non è riuscito ad eliminare le divergenze impositive tra i diversi paesi dell'Unione, anche se le iniziative europee nel campo della fiscalità diretta sono sempre più al centro dell'attenzione degli organi comunitari.*

*Da un originario progetto di armonizzazione delle regole fiscali, su cui si incentravano i lavori alla fine degli anni '80, si è passati ora ad un modello di "coordinamento fisca-*

*le”, nel quale potranno trovare ancora spazio le spinte della sana competizione tra ordinamenti. Manca al momento, ancora la definizione di un tax design per l’Europa che coniughi il principio della sovranità nazionale con la realtà di un mercato integrato e che delimiti il rapporto tra accentramento e sussidiarietà.*

*Nel frattempo, la ricerca di matrici comuni nelle esperienze dei singoli paesi costituisce un utile banco di prova per misurare le concrete possibilità di una futura costruzione unitaria, ancorché ispirata al nuovo modello di “armonizzazione competitiva”. Sotto questo profilo, l’analisi qui svolta sulla tassazione dei prodotti del risparmio gestito in cinque paesi dell’Unione - Francia, Lussemburgo, Germania, Regno Unito, Italia - non giunge a risultati confortanti: nel confronto, il grado di divergenza dei sistemi impositivi è ancora elevato.*

*L’interrogativo di fondo su cui ruota il lavoro è se la recente riforma italiana, che ha - dal 1° luglio del 1998 - ampiamente revisionato la fiscalità dei prodotti del risparmio gestito, possa agevolmente coesistere con le diverse modalità di tassazione presenti negli altri paesi: quali siano cioè i punti di forza e di debolezza del nostro sistema, che possano da un lato, contribuire a “radicare” il risparmio interno del paese o a dirottarlo all’estero, dall’altro, a favorire o a disincentivare gli investimenti esteri nella piazza finanziaria italiana.*

*Una risposta univoca a questi interrogativi non è agevole: in tal senso, i risultati della ricerca forniscono utili spunti di riflessione. La riforma avviata negli ultimi anni è ancora in corso: attraverso le deleghe conferite dal provvedimento collegato alla finanziaria per il 1999, la tassazione del risparmio gestito, in un’accezione estesa anche ai prodotti del risparmio assicurativo e previdenziale, sarà oggetto di prossimi cambiamenti. Altri temi si profilano all’orizzonte, tra i quali il passaggio già annunciato ad un’aliquota unica e l’adozione nel paese della normativa comunitaria sulla tassazione degli interessi dei non residenti, una volta che la proposta di direttiva europea verrà approvata. Il dibattito continua senza sosta, lasciando sempre più delusi i sostenitori della tesi della “riforma lampo” quale unica ed efficace ricetta per lo sviluppo del paese.*

*MATILDE CARLA PANZERI*

## 1. LE RAGIONI E IL METODO DELLA RICERCA

Nello studio di fenomeni complessi, quale è quello dell'integrazione dei mercati finanziari, si è soliti focalizzare l'attenzione su una o più variabili per coglierne i riflessi sulla genesi e sulla dinamica dei processi economici. Il presente lavoro si pone nell'ottica di esaminare, attraverso una ricognizione dei recenti cambiamenti normativi, il ruolo della fiscalità nello sviluppo dell'industria del risparmio gestito in Italia.

Una ricerca mirata sul trattamento fiscale dei prodotti dell'*asset management* trae diretto fondamento dal *trend* di intensa crescita della domanda di prodotti "gestiti" nei paesi dell'Unione.

In Italia, particolarmente nell'ultimo biennio, lo sviluppo del comparto costituisce, insieme alla convergenza dei tassi di interesse verso quelli europei e al passaggio all'euro, uno dei mutamenti più significativi che hanno interessato l'intermediazione finanziaria (1). Alla fine del 1998 l'Italia si colloca al terzo posto (dopo la Francia e il Lussemburgo, ma prima del Regno Unito e della Germania) in termini di patrimonio netto dei fondi comuni di tipo aperto (cfr. tav. 1 in *Appendice III*).

Sulla dinamica della domanda di servizi di gestione ha influito, in connessione con la contrazione dei tassi di interesse, la ricomposizione dei portafogli delle famiglie, attraverso la sostituzione dei titoli del debito pubblico con prodotti delle gestioni collettive e con attività finanziarie sull'estero (2). In entrambi i segmenti di mercato, la complessità insita nella gestione in proprio di portafogli diversificati ha elevato la propensione all'affidamento delle risorse finanziarie delle famiglie agli intermediari. La logica del "fai da te" nella valutazione del rischio/rendimento dei titoli viene gradualmente soppiantata dal ricorso alla "delega" agli intermediari specializzati.

Dal lato dell'offerta, le banche italiane, che hanno un peso dominante nel mercato dell'*asset management*, hanno tratto dalle strategie di crescita dei servizi di gestione una fonte per riequilibrare ed aumentare i propri margini operativi, sempre più assottigliati dalla graduale chiusura della "forbice dei tassi" nelle attività tradizionali di intermediazione sulle quali le banche italiane hanno per anni incentrato il proprio *core business*. Il riposizionamento strategico degli intermediari italiani è alimentato da due motrici convergenti: da un lato, le spinte competitive provenienti dagli operatori esteri; dall'altro, la revisione del quadro istituzionale di riferimento apportata con il Testo Unico della finanza. Quest'ultimo, oltre alle rilevanti previsioni sull'organizzazione dei mercati, ha ridisegna-

---

(1) Ampi riferimenti sul fenomeno sono in: BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale per il 1998*; DESARIO V., *Il risparmio gestito: prospettive di sviluppo e implicazioni per la vigilanza*; ASSOGESTIONI, *Relazione annuale per il 1998*; PROMETEIA, *Rapporto di Previsione del dicembre 1998*. Sul tema delle banche e del risparmio gestito si vedano gli interventi alla XXXII giornata del Credito del 1° dicembre 1998, tra i quali quello di PONTOLILLO V., *L'integrazione finanziaria europea: il ruolo della fiscalità*.

(2) SAVONA P., *La formazione del risparmio in Italia e il suo utilizzo: dalle famiglie alle imprese, dallo Stato all'estero*; SELLA M., *Banche e gestione del risparmio*, che evidenzia come nel periodo 1989-1997 la quota dei titoli esteri detenuta dalle famiglie sia quasi triplicata (dal 2,7% all'8,9%); ARCUCCI F., *L'impatto dell'euro sulle tecniche di investimento del risparmio gestito*. Per una chiara ricognizione delle dinamiche dei due aggregati "investimenti diretti" (depositi a vista, altri depositi, operazioni pronti contro termine, titoli in custodia presso le banche) e risparmio gestito (quote di OICR, gestioni patrimoniali, riserve tecniche delle compagnie di assicurazione, fondi pensione), ROSSIGNOLI B., *Il mercato del risparmio gestito. Aspetti strutturali e funzionali*.

to l'ambito operativo degli intermediari, ampliandone gli spazi di attività. Grazie alla riforma normativa si assiste in Italia a quanto già accaduto in altri paesi con più lunga esperienza nell'industria del risparmio gestito: il superamento degli "steccati" operativi con la conseguente osmosi tra diversi comparti (bancario, assicurativo e previdenziale).

I fenomeni che stanno interessando il mercato del risparmio gestito italiano, al di là delle differenze nelle dimensioni quantitative dei portafogli gestiti, sono riscontrabili anche in altri paesi industrializzati (1).

In questo scenario che accomuna i *partners* dell'UEM, è crescente l'interesse della dottrina economica e giuridica per la "variabile fiscale" nell'analisi dell'evoluzione dei mercati finanziari e degli intermediari (2). In Europa, il traguardo della costruzione dell'UEM con l'adozione della moneta unica e l'unificazione della politica monetaria ha avuto come effetto naturale quello di riaccendere il dibattito sulle tematiche ancora lontane dall'obiettivo della convergenza: tra queste emerge l'area della fiscalità (3).

La tassazione del risparmio, risorsa mobile ed instabile per antonomasia, costituisce tuttora, nonostante la liberalizzazione dei movimenti di capitale transfrontalieri e l'integrazione dei mercati, un "nodo di divergenza" nell'Unione. Nel campo delle imposte dirette, la definizione a livello europeo del *tax design* è ad uno stadio ancora embrionale, nonostante la rinnovata azione degli organi comunitari (Commissione, Ecofin) nei progetti di coordinamento (4). Nell'ultimo triennio sono state portate avanti a livello europeo iniziative di rilievo per contrastare la competizione fiscale tra Stati e per ridurre le aree di non tassazione dei proventi finanziari di fonte estera. Il "pacchetto Monti", articolato nel "codice di condotta" e nelle due proposte di direttiva sulla tassazione riguardanti una i flussi di interessi e di *royalties* tra imprese associate e l'altra gli interessi dei risparmiatori non residenti, è il perno su cui attualmente ruota il progetto di convergenza fiscale in Europa (5).

Anche se è ormai chiaro che un mercato finanziario paneuropeo necessita, per il suo fisiologico funzionamento, di matrici comuni alla base dei sistemi nazionali di tassazione, permangono ancora incertezze e ripensamenti sui margini di intervento della politica comunitaria nella delimitazione della sovranità fiscale dei singoli paesi. Gli sforzi che gli organi tecnici dell'Unione hanno compiuto e stanno ancora compiendo in quest'ultimo

---

(1) Una chiara ricostruzione delle "determinanti strutturali comuni" di sviluppo del risparmio gestito in Europa è svolta da DESARIO V., *Il risparmio gestito: prospettive di sviluppo e implicazioni per la vigilanza*.

(2) La letteratura economica e giuridica è assai ampia; si citano solo alcuni referenti: DHILLON A., PERONI C., SHARF K.A., *Implementing tax coordination*; HUINZINGA H., NIELSEN S. B., *The taxation of interest in Europe: a minimum withholding tax?*; TANZI V., ZEE H.H., *Taxation of the Household Saving Rate: Evidence from OECD*; ZEE H.H., *Taxation of financial capital in a globalized environment: the role of withholding taxes*; ALWORTH J.S., GANDULLIA L., *The Taxation of Institutional Investors in the EU: the peculiar treatment of UCITS*; PETERS M., *Capital movements and taxation in the EC*; ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*.

(3) Sul punto VISCO V., *Moneta Unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*, che segnala come nella costruzione dell'Unione Europea, la politica fiscale "rappresenta certamente uno dei banchi di prova del prossimo decennio".

(4) Per un'ampia ricognizione storica della discussione comunitaria in materia fiscale, si veda VISCO V., *Moneta Unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*; PONTOLILLO V., *L'integrazione finanziaria europea: il ruolo della fiscalità*; PANZERI M.C., *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*.

(5) Sulle iniziative europee in corso e sui conseguenti riflessi sul nostro sistema è dedicato il § 4.2.

triennio, in un incessante *stop and go*, testimoniano le difficoltà di realizzare un disegno comune in campo tributario.

Non è facile prevedere i tempi di realizzazione delle iniziative di coordinamento in campo fiscale: è tuttavia avvertita sempre più chiara l'esigenza di definire a livello europeo una cornice dei canoni costituzionali che regolino il rapporto tra accentramento e federalismo europeo in campo fiscale, in attuazione del principio di sussidiarietà (1).

I progetti di convergenza si muovono in un rinnovato clima politico caratterizzato dal “*comune riconoscimento della necessità ... di condurre le riflessioni in materia fiscale con modalità istituzionali nuove e in settori (l'imposizione diretta) finora non affrontati in sede decisionale*” (2). In assenza di un quadro di riferimento che coniughi il principio della sovranità nazionale con la realtà di un mercato integrato, sembra difficile il raggiungimento di un percorso coerente delle politiche fiscali in Europa. L'impostazione di un *tax design* per l'Unione assumerà nei prossimi anni un elevato valore strategico per la collettività europea, tanto più essenziale quanto più si allargherà il numero degli Stati partecipanti.

Nel frattempo l'accentuata mobilità dei flussi *cross border* di capitali, la diffusione delle reti telematiche nella commercializzazione dei prodotti e dei servizi finanziari (3), l'assottigliamento dei tassi di interesse nell'UEM, la maggiore confrontabilità dei rendimenti finanziari grazie all'adozione dell'euro hanno reso più palese il grado di divergenza dei sistemi impositivi nazionali. Si ampliano i margini di arbitraggio fiscale tra piazze finanziarie e le distorsioni concorrenziali tra intermediari. La “dissuasione/persuasione tributaria” tra i vari regimi nazionali assume per il risparmio europeo un nuovo rilievo: sarà sempre più rilevante il ruolo dei differenziali fiscali, posto che le preferenze degli investitori si orienteranno sulla base dei rendimenti al netto delle imposte.

In tale contesto diviene attuale ed ineludibile per gli autori della *fiscal policy* (Parlamento, Amministrazione finanziaria) e per i destinatari delle regole - intermediari e risparmiatori - l'interrogativo sulla compatibilità, nel confronto tra i sistemi impositivi, delle linee riformatrici dell'ordinamento nazionale rispetto alle scelte effettuate negli altri paesi. È questo l'interrogativo centrale del presente lavoro, che si propone di inquadrare in un'ottica comparata la riforma intervenuta in Italia dal 1° luglio 1998 nel comparto del risparmio gestito.

Dopo una breve ricognizione (§ 2) delle linee guida della riforma italiana, anche alla luce delle prossime evoluzioni normative, si illustrano (§ 3) i canoni fondamentali adottati

---

(1) Sulle prospettive del sistema fiscale europeo, VANISTENDAEL F., *Redistribution of tax law-making power in EMU*; VERMEEND W., *Tax policy in Europe*; TANZI V., ZEE H.H., *Consequences of the Economic and the Monetary Union for the Coordination of Tax Systems ...*; MINTZ J.M., *The Role of Allocation in a Globalized Corporate Income Tax*; LIEBMAN H.M., LEVENTHAL S., *Moving towards Tax Coordination*; STEVENS L., VAN DER BEEK W., SOMMERHALDER R.A., *The euro: taxation policy and practical tax implications*; RADAELLI C.M., *Policy Narratives in the European Union: The Case of Harmful Tax Competition*; CANALE R., *L'Unione Monetaria Europea fra “integralismo” monetario e dipendenza della politica fiscale: alcune considerazioni*.

(2) VISCO V., *Moneta Unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*.

(3) Sugli sviluppi del mercato si vedano: NOLAN S., *Un panorama européen des banques sur Internet*; DÉSIÉ C., *La distribution des services financiers sur Internet aux États-Unis*; e FRISIANI G., VIANI G., *Intermediazione on line, per le banche è d'obbligo*. Secondo questi ultimi, nel confronto con lo scenario USA in cui il 30% delle transazioni in azioni sarebbe generato *on-line*, è evidente la necessità per lo sviluppo dell'*on-line financial trading* in Italia della definizione di strategie mirate da parte degli operatori nazionali (*value proposition*) per evitare i possibili rischi di cannibalizzazione del mercato. Sulle prospettive di sviluppo del mercato del risparmio gestito attraverso la rete informatica, si veda anche ASSOGESTIONI, *Relazione annuale per il 1998*.

dagli altri paesi europei. La specificità e il grado di complessità dei singoli ordinamenti dei quindici *partners* dell'Unione hanno indotto a restringere l'analisi comparata a quattro paesi, particolarmente significativi nell'offerta e nella domanda dei prodotti del risparmio gestito: Francia, Lussemburgo, Germania e Regno Unito.

Il grado di mutevolezza degli ordinamenti è assai elevato: le regole fiscali sono, così come nel nostro paese, oggetto di continui e puntuali cambiamenti. I provvedimenti annuali di *budget* per il 1999 hanno apportato (soprattutto nel Regno Unito e in Germania) rilevanti cambiamenti anche alle regole che governano la tassazione del risparmio. Le proposte di riforma fiscale in corso in Europa rendono particolarmente oneroso, a volte impossibile, l'obiettivo di una ricognizione aggiornata *in real time*. Per ciascun paese considerato i dettagli tecnici sulla tassazione dei singoli prodotti del risparmio gestito sono riportati nell'*Appendice I*; i riferimenti normativi si basano sulle notizie disponibili a maggio 1999.

Una panoramica (di taglio sia orizzontale sia verticale) sui modelli di tassazione adottati nei quattro paesi considerati consente di formulare ipotesi più attendibili sui dubbi e sul ruolo della fiscalità nello sviluppo della piazza finanziaria italiana nel confronto con gli altri mercati europei. È questo un tema di estrema attualità, riaperto in occasione del recente dibattito sulla "fuga di capitali" emerso dai dati dell'ultima bilancia di pagamenti del nostro paese (1). L'obiettivo è quello di fornire un quadro dei fattori di vantaggio e di criticità delle nuove regole di imposizione che colpiscono i prodotti del risparmio gestito nel confronto con gli altri sistemi europei. Sulla scia di queste nuove riflessioni, il lavoro affronta (§ 4) un duplice e speculare interrogativo: se il nuovo sistema adottato con la cd. riforma Visco realizzi il principio della *capital export neutrality* e sia comunque in grado di "radicare" il risparmio endogeno nel nostro paese; se, nel contempo, sia idoneo ad attrarre il risparmio "esogeno", cioè gli investimenti finanziari in Italia dei non residenti (2). I fattori di debolezza e di vantaggio del nostro sistema vanno considerati anche nel quadro prospettico della "Direttiva" Monti sugli interessi dei non residenti. La compatibilità del nostro ordinamento andrà necessariamente testata alla luce delle decisioni finali che ver-

---

(1) Il dibattito si è svolto sulla scia delle considerazioni svolte dal Governatore della Banca d'Italia e dal Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica sul flusso in uscita di più di 44 mila miliardi, registrati nella voce "errori ed omissioni" della bilancia dei pagamenti a fine '98. La fuga di capitali - espressione questa che, come è stato segnalato (PADOAN P.C., *Fuga di capitali? Un segnale di debolezza*), può sembrare impropria in piena liberalizzazione valutaria - è stata correlata a motivazioni di ordine fiscale che spingerebbero soprattutto le imprese italiane a non far "rimpatriare" i profitti conseguiti all'estero tramite esportazioni. Lo stesso Ministro del Tesoro, nel corso di un intervento all'Università Bocconi del 24 aprile 1999, ha ventilato l'ipotesi che su questa voce possa influire anche la mancata armonizzazione fiscale in Europa. Sul dibattito si veda: SYLOS LABINI P., *Fuga di capitali e investimenti*; SABBATINI R., *Rebus nella bilancia dei pagamenti*; GIANNOTTI B., *Fuga di capitali? È evasione*. Per una completa ricostruzione del fenomeno COMMITTERI M., *Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti, esportazioni di capitali e apertura finanziaria dell'Italia*. In una visione più ampia, è utile segnalare che il saldo finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro registra esportazioni nette di capitali per investimenti sia diretti che di portafoglio pari rispettivamente, per il 1998 a 100,2 e 98,8 mld. di ecu (BCE, Principali voci della Bilancia dei Pagamenti dell'area dell'euro, Comunicato Stampa, 30 aprile 1999). I deflussi di capitale verso i paesi esterni all'Unione sono quindi un fenomeno altrettanto preoccupante di quello che investe i singoli paesi membri.

(2) Sul concetto di neutralità intesa nel senso di *capital export neutrality* (CEN) e di *capital import neutrality* (CIN), si rinvia a DI MAJO A., *La tassazione del risparmio in Italia e nei principali paesi europei*. Sullo sviluppo della piazza finanziaria italiana, si veda MARTINI M., *Lo sviluppo dei mercati mobiliari nella prospettiva dell'euro: la piazza finanziaria italiana*, in cui si sottolinea come l'*home country bias*, e cioè la propensione ad investire in azioni domestiche, sia destinato nei prossimi anni a ridursi nelle piazze finanziarie europee.

ranno adottate in sede comunitaria, una volta raggiunto l'accordo tra i paesi dell'Unione (§ 4.2).

L'idea di fondo, che traspare nelle *Conclusioni* del presente lavoro (§ 5), è che l'opera di razionalizzazione compiuta con la riforma Visco non possa avere carattere di definitività: un secondo *round* si svolgerà attraverso l'attuazione delle deleghe contenute nel collegato alla legge finanziaria per il 1999 in materia di fondi pensione e polizze vita. Questo ulteriore passo, al momento noto solo nelle sue linee programmatiche, non esaurisce l'intero spettro delle problematiche che si avvicinano all'orizzonte: vi è, in primo luogo, la realizzazione del passaggio all'aliquota unica, già annunciato nella riforma del 1998; in secondo luogo, il riordino del trattamento dei fondi immobiliari e del trattamento fiscale degli immobili inseriti nei portafogli dei fondi comuni, sulla base dei più ampi spazi consentiti dal TU della Finanza.

In attesa dei dettami della Direttiva Monti sulla tassazione degli interessi, il legislatore italiano potrebbe presentarsi alla scadenza degli impegni comunitari con una normativa "riordinata", sulla falsariga di quanto accaduto sul piano istituzionale con i due testi unici sull'intermediazione creditizia e finanziaria: un compattamento delle disposizioni riguardanti il segmento del mercato del risparmio gestito, unitariamente inteso, costituirebbe una prova tangibile di crescita dell'efficacia del sistema Italia per gli operatori, per il mercato, per i risparmiatori. La delega di recente concessa all'Esecutivo per il riordino generale della normativa fiscale costituisce in tal senso un'occasione concreta.

## 2. LA TASSAZIONE DEL RISPARMIO GESTITO IN ITALIA

Per comprendere appieno la portata innovativa della riforma introdotta in Italia il 1° luglio del 1998 con il decreto legislativo n. 461/97 e con le successive norme dei decreti “correttivi” (1), occorre fare un passo indietro, richiamando il sistema di tassazione antecedente.

In una brevissima panoramica *ante* riforma, le gestioni patrimoniali individuali non venivano considerate un prodotto tipizzato sotto il profilo fiscale: i proventi derivanti da tale forma di risparmio condividevano il trattamento riservato agli investimenti diretti, a nulla rilevando il peculiare rapporto contrattuale tra cliente e intermediario. Pertanto, le regole applicabili dipendevano dalla tipologia dei proventi (nella classica tripartizione degli interessi, dividendi e plusvalenze), nonché dalla natura del soggetto percettore (residente e non residente, persona fisica o impresa). Come segnalato nel paragrafo successivo (§ 3), il mancato riconoscimento di una specificità fiscale costituisce un elemento comune agli altri ordinamenti europei: in nessuno dei paesi considerati nel confronto comparato il prodotto “gestione patrimoniale” assume una valenza autonoma sul piano fiscale.

Il sistema *ante* riforma prevedeva invece specifiche regole per le gestioni collettive (2). Negli anni, il regime dei fondi aperti, compresi i fondi lussemburghesi “storici”, è stato esteso anche alle SICAV; per le diverse tipologie è stata sancita la regola comune secondo cui la persona fisica, sottoscrittore di quote o azioni di OICR, non era soggetta ad alcun prelievo né ad alcun adempimento dichiarativo verso il Fisco. Il principio base del nostro sistema, sia previgente sia attuale, è che la tassazione dei proventi derivanti dagli investimenti in OICR per le persone fisiche è incardinata sul prelievo operato esclusivamente “a monte”, cioè a livello di fondo comune. Quest’impostazione, di estrema semplicità per il risparmiatore finale, ha nel tempo agevolato lo sviluppo del comparto: d’altro canto, a metà degli anni ‘80, periodo in cui si affacciavano sul mercato italiano queste nuove forme di investimento, il risparmio delle famiglie italiane era prevalentemente orientato verso i titoli di Stato, esenti per le persone fisiche sino al 1986, e successivamente tassati con prelievo alla fonte (3). Un diverso sistema di tassazione (ad esempio di tipo personale in dichiarazione) dei proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi avrebbe sicuramente compromesso la nascita del mercato e la diffusione dei nuovi prodotti tra le famiglie.

Nel regime vigente fino al 1° luglio 1998 i fondi comuni non erano soggetti alle imposte dirette: essi scontavano un’imposta “sostitutiva” di tipo patrimoniale, riferita al valore medio annuale dell’attivo, con un triplice ventaglio di aliquote - 0,05%, 0,10%, 0,25% - a seconda della composizione del portafoglio gestito (l’aliquota minore veniva applicata

---

(1) Decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461, pubblicato in G.U. n. 2 del 3 gennaio 1998; decreto legislativo 16 giugno 1998, n. 201, pubblicato in G.U. n. 150 del 30 giugno 1998; decreto legislativo 21 luglio 1999, n. 259, pubblicato in G.U. n. 181 del 4 agosto 1999.

(2) Per i fondi comuni di investimento collettivo aperti di diritto italiano, art. 9 della legge 23 marzo 1983, n. 77; per le SICAV, art. 14 del decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 84; per i fondi di investimento chiusi, art. 11 della relativa legge istitutiva (L. 14 agosto 1993, n. 344); per i fondi cd. “lussemburghesi storici” (fondi comuni esteri di investimento mobiliare aperti autorizzati al collocamento in Italia ai sensi del DL. 6 giugno 1956, n. 476, convertito, con modificazioni, nella legge 25 luglio 1956, n. 786, e successive modificazioni), art. 11 bis del DL. 30 settembre 1983, convertito, con modificazioni, nella legge 25 novembre 1983, n. 649.

(3) La ritenuta alla fonte del 12,5% sugli interessi dei titoli pubblici è stata introdotta dall’art. 1 del DL. 19 settembre 1986, n. 556, convertito, con modificazioni, nella legge 17 novembre 1986, n. 759. Il comma 2 del medesimo articolo 1 del decreto disponeva la riduzione della ritenuta a metà (6,25%) per gli interessi ed altri proventi dei titoli emessi dal settembre 1986 fino allo stesso mese del 1987.

alla componente dei titoli obbligazionari, pubblici e privati). A fronte di questa forma di imposizione sostitutiva, i fondi erano considerati, nell'attività di *asset allocation*, soggetti "nettisti" (1), subivano cioè le ritenute a titolo di imposta sui redditi di capitale, al pari delle persone fisiche e degli enti non commerciali.

Nel previgente regime, quindi, la tassazione degli OICR avveniva lungo un doppio binario, che prevedeva da un lato, una componente di tipo reddituale, basata sull'applicazione di ritenute alla fonte e, dall'altro, un elemento di tipo patrimoniale, che prescindeva, per la sua stessa natura, dall'effettiva *performance* dei fondi.

Il regime dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario (polizze vita e i contratti di capitalizzazione), pur avendo subito revisioni e aggiustamenti nel corso degli anni, non ha formato oggetto dell'ultima riforma: era la stessa delega (2) da cui ha preso le mosse la riforma a non contemplare questo segmento del mercato. Un cenno all'attuale regime del risparmio "assicurativo" è contenuto nel paragrafo dedicato alle linee evolutive derivanti dagli interventi normativi del 1999 (§ 2.2), in relazione alle prospettive di convergenza del trattamento fiscale di questi prodotti verso quello più generale delle altre attività finanziarie. Analogamente, nello stesso paragrafo si richiama il trattamento fiscale del risparmio previdenziale (previdenza integrativa e individuale), anch'esso interessato prosimamente da rilevanti cambiamenti.

## 2.1 Le linee fondamentali della riforma del 1° luglio 1998

### *Il regime fiscale delle gestioni*

Dal 1° luglio 1998, il regime tributario delle gestioni ha subito una vera e propria rivoluzione, lungo tre direttrici principali:

- l'istituzione, sotto il profilo fiscale, del prodotto "gestione individuale";
- l'adozione, anche se con alcune residuali differenze, di un unico modello di tassazione per le gestioni (individuali e collettive);
- l'applicazione ai proventi dei prodotti del risparmio gestito di una forma di prelievo a monte (ad aliquota standard del 12,5%), sulla base del modello del "risultato netto di gestione", con la conferma del principio di "non concorso" alla formazione del reddito imponibile dei contribuenti persone fisiche che investono nelle gestioni.

La "gestione individuale" costituisce ora un prodotto a valenza fiscale autonoma. Il legislatore ha opportunamente omesso ogni riferimento definitorio agli elementi che configurano il prodotto stesso, lasciando alla prassi commerciale degli intermediari e alle eventuali regole di vigilanza i connotati salienti dello schema contrattuale. Un tratto imprescindibile che delimita il campo delle gestioni rispetto ai rapporti di deposito a custodia

---

(1) La terminologia ("nettisti" e "lordisti") è entrata in uso a seguito della riforma della tassazione dei titoli obbligazionari, pubblici e privati, introdotta con il decreto legislativo 1° aprile 1996, n.239, e distingue i soggetti che sono colpiti dall'imposta sostitutiva (persone fisiche e soggetti equiparati), i quali ricevono i proventi al netto delle imposte, da quelli che hanno rendimenti lordi (non residenti e imprese).

(2) La delega è contenuta nell'art. 3, comma 160, della legge 23 dicembre 1996, n.662, "*Misure di razionalizzazione della finanza pubblica*" (collegato alla finanziaria per il 1997). Si tratta del provvedimento nel quale è inserito l'intero pacchetto di deleghe della riforma "Visco", che ha spaziato in diverse aree di intervento, e in particolare nella tassazione del reddito di impresa (DIT e IRAP).

di titoli è comunque l'intervento dell'intermediario nella scelta degli strumenti di investimento: l'ampiezza dei margini di manovra della banca non rileva ai fini fiscali. È cioè indifferente se lo schema contrattuale adottato con la clientela sia di delega piena o di tipo "advisory", condizionata cioè al consenso preventivo del cliente. La duttilità del prodotto "gestione patrimoniale" è tale che in futuro si potrebbe ipotizzare l'eliminazione della distinzione tra i due regimi di tassazione, quello del "gestito" e quello dell'"amministrato", per una *reductio ad unum* dell'intero sistema di tassazione del risparmio "intermediato" (1).

Il secondo canone della riforma del risparmio gestito è l'adozione di un modello impositivo uniforme, anche se non in termini assoluti, per le gestioni individuali e collettive. Si tratta di una scelta che è in piena coerenza con il riconoscimento, intervenuto con il TU della Finanza, del modello "gestore unico", cioè della società di gestione che può contemporaneamente operare nei segmenti sia delle gestioni individuali sia di quelle collettive. Le sinergie derivanti dalla contestuale offerta dei due prodotti sarebbero diminuite se il legislatore avesse, sul fronte fiscale, impiantato un "doppio binario", con effetti diretti anche sul piano dei costi (2). Come già segnalato, la scelta del modello unico di tassazione per i gestori del risparmio è un *unicum* nel panorama delle esperienze dei paesi considerati nel confronto comparato e costituisce, nelle strategie di riassetto organizzativo e commerciale degli intermediari nazionali, un punto di forza del nostro sistema rispetto agli operatori esteri.

Il terzo canone della riforma, che costituisce indubbiamente la novità più rilevante, è l'adozione per le gestioni del modello di tassazione sul "risultato netto di gestione". La soluzione ordinamentale prescelta tiene conto di due determinanti che caratterizzano la riforma delle attività finanziarie nel suo complesso: la prima è l'assoggettamento a tassazione di tutti i proventi derivanti dall'impiego del risparmio, con la generalizzata inclusione per i residenti dei *capital gains* tra i redditi imponibili, nell'intento di ridurre le possibilità di arbitraggio derivanti da asimmetrie impositive; la seconda è l'impostazione dell'intero sistema impositivo delle rendite finanziarie sul principio di tassazione "sul ma-

---

(1) Per un'ampia disamina del sistema "tripolare" attualmente in vigore (regime della dichiarazione, del risparmio amministrato e di quello gestito) e una ricostruzione delle motivazioni alla base della scelta compiuta dal legislatore della riforma, si veda ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*. Qui ci limita a segnalare che il regime della dichiarazione, per la sua onerosità in termini di adempimenti amministrativi, dovrebbe gradualmente essere sostituito dagli altri regimi riguardanti il risparmio "intermediato", anche alla luce del processo di dematerializzazione dei titoli sia pubblici sia privati. La diffusione dell'imposizione sostitutiva applicata direttamente dagli intermediari costituisce un obiettivo implicito della riforma, rispondente anche all'interesse dell'Amministrazione finanziaria di non estendere l'attività di controllo a livello di singolo percettore. Per il risparmio amministrato è prevista, in alternativa al sistema della dichiarazione, la tassazione con prelievo alla fonte nel momento in cui i proventi sono realizzati. La scelta compiuta dal legislatore della tassazione sul "maturato" delle plusvalenze finanziarie ha richiesto l'adozione di un meccanismo correttivo (il c.d. equalizzatore) in tutti i casi in cui il prelievo sulle plusvalenze continua ad essere applicato secondo il criterio dell'incasso (ossia nel regime della dichiarazione ed in quello del risparmio amministrato). Una possibile unificazione del regime fiscale all'interno del risparmio "intermediato" è stata ventilata da CIOCCA P., *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie*, in cui si afferma: "Il regime del risparmio gestito sembra avere la flessibilità per soddisfare anche le esigenze di quei risparmiatori che non intendono delegare la gestione del proprio portafoglio all'intermediario"; sul punto anche M.C. PANZERI, *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*.

(2) A ben vedere, il regime del risparmio gestito nelle gestioni individuali è opzionale, dipende cioè dalla scelta del contribuente. Ciò comporta che la società di gestione, nello svolgimento degli adempimenti fiscali, debba comunque impiantare un sistema "tripolare". In pratica, è prevedibile che le stesse SGR influenzeranno su tale punto le scelte della propria clientela.

turato”, al fine di limitare il più possibile l’effetto di “blocco” o “lock-in”, riscontrabile nei sistemi che colpiscono fiscalmente i *capital gains* solo al momento del realizzo.

Il nuovo sistema è obbligatorio per gli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano, qualunque sia la forma giuridica assunta dai medesimi; per le gestioni patrimoniali individuali la tassazione sull’utile di gestione assume invece carattere opzionale, essendo lasciata all’investitore la possibilità di scegliere un diverso sistema impositivo.

Il passaggio al nuovo sistema ha comportato per gli OICR, a fronte dell’eliminazione dell’imposta sul patrimonio, l’estensione della componente reddituale della tassazione alle plusvalenze conseguite, con l’inclusione delle stesse nel complessivo risultato netto della gestione. Sul piano applicativo, ciò ha richiesto il passaggio dal sistema di ritenute alla fonte sui redditi di capitale, applicate a titolo definitivo, ad un meccanismo di autoliquidazione dell’imposta sul complessivo incremento di valore del portafoglio investito nell’esercizio di riferimento. I fondi sono diventati, come gli intermediari e le altre imprese, “lordisti”: non subiscono più le ritenute alla fonte o le imposte sostitutive previste per i redditi di capitale, interessi e dividendi (1). I proventi sono ricompresi - unitamente alle plusvalenze maturate in capo al fondo nel corso di ciascun esercizio fiscale - nel “risultato netto della gestione”, assoggettato ad un prelievo annuale di tipo proporzionale in misura pari al 12,5% (2).

Rilevante è la circostanza che, così come nel precedente regime, alle gestioni non spetta in nessun caso il credito d’imposta sui dividendi, che vengono, come detto, incassati dal gestore al lordo delle ritenute alla fonte. È questa un’eccezione al principio della neutralità fiscale tra investimenti diretti e investimenti “gestiti”. Gli effetti di tale deroga sono più apparenti che reali, tenuto conto che l’ammontare dei dividendi in genere costituisce, anche nei fondi prevalentemente azionari, una quota minimale nella formazione del risultato di gestione. D’altro canto, il principio dell’indifferenza fiscale tra le forme di investimento diretto e quello gestito non trova nel nostro ordinamento una rigida attuazione, essendo molti gli esempi di maggiore favore verso i prodotti del risparmio gestito, *in primis* in termini di compensazione dei proventi.

Nel calcolo del risultato netto di gestione, sia delle gestioni individuali sia degli OICR, a fronte della considerazione delle plusvalenze e degli altri redditi di natura finanziaria (differenziali da prodotti derivati, ecc.) anche soltanto maturati nell’anno, sono ammesse in deduzione - oltre alle commissioni ed agli altri costi della gestione - le minusvalenze e perdite (anch’esse effettivamente subite o semplicemente maturate); la

---

(1) In particolare, il prelievo alla fonte non si applica per le gestioni (individuali e collettive) nel caso di: interessi delle obbligazioni pubbliche e private di cui al D.lgs. n. 239/96; interessi delle obbligazioni emesse all’estero con scadenza non inferiore a 18 mesi; proventi delle operazioni di prestito titoli e di pronti contro termine soggetti alla ritenuta del 12,5%; proventi degli OICR esteri armonizzati collocati in Italia, soggetti alla ritenuta del 12,5%; dividendi relativi a partecipazioni in società italiane o estere; interessi dei conti correnti bancari la cui giacenza media annua non superi il cinque per cento dell’attivo medio gestito.

(2) Nel confronto tra il nuovo e il vecchio sistema di tassazione dei fondi, è facile affermare che il nuovo regime - che si basa sull’effettiva *performance* della gestione - garantisce risultati migliori qualora i proventi siano costituiti unicamente da interessi e dividendi. Qualora, invece, al rendimento lordo del fondo concorrano anche le plusvalenze, il precedente sistema impositivo avrebbe garantito un’imposizione inferiore (e quindi un maggior rendimento netto) anche in presenza di percentuali basse di plusvalenze. Sul punto si vedano M.C. PANZERI, *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*, MIGNARRI E., *La nuova tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto nazionale: alcune annotazioni*.

compensazione è inoltre ammessa non soltanto tra minusvalenze e plusvalenze, ma anche tra minusvalenze e redditi di capitale (cd. “compensazione eterogenea”) (1).

Questo tipo di compensazione tra componenti eterogenee per natura non si realizza con i redditi di capitale soggetti a ritenuta alla fonte definitiva anche in capo alle gestioni o esenti da tassazione (2). Tali redditi di capitale assumono peraltro rilevanza marginale rispetto alla composizione dei rendimenti dei portafogli delle gestioni, specie nel caso di gestioni collettive (3).

La cd. compensazione eterogenea - caratteristica distintiva del regime del risparmio gestito - rappresenta una radicale innovazione, che discende proprio dalla scelta dell’“utile netto di gestione” quale base imponibile dell’imposta sostitutiva (4). Unica nel panorama europeo, tale forma di compensazione assume particolare significato nell’ottica della neutralità del prelievo e della conseguente riduzione delle asimmetrie impositive: tenendo conto del processo di innovazione finanziaria, particolarmente nel settore degli strumenti derivati, essa muove nella direzione di abbandonare la tradizionale distinzione tra redditi di capitale e plusvalenze.

Accanto alla possibilità di compensazione, al fine di attenuare gli effetti distorsivi che il principio di tassazione sul maturato determina in un possibile contesto di instabilità finanziaria, è consentito il riporto delle eventuali perdite di gestione ad esercizi successivi, senza limiti di tempo per gli OICR ed entro il quarto anno nel caso di gestioni individuali.

Per i fondi, in alternativa al riporto in avanti della perdita, è concessa la possibilità di cedere le “perdite fiscali” agli organismi di investimento collettivo gestiti dalla medesima SGR, nell’ambito quindi del gruppo di appartenenza, con conseguente attenuazione degli effetti finanziari negativi derivanti dalla tassazione delle plusvalenze secondo il principio del maturato. Nel caso di gestioni individuali non sono invece ammesse né la possibilità di compensare la perdita di gestione con eventuali utili derivanti da altre gestioni del mede-

---

(1) Ai sensi degli artt. 7 e 8 del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461, il risultato netto della gestione è determinato come differenza tra il valore del patrimonio netto della gestione rilevato dal prospetto relativo all’ultimo giorno dell’anno (aumentato dell’imposta sostitutiva accantonata, dei proventi distribuiti e delle somme rimborsate) e il valore del patrimonio netto della gestione all’inizio dell’anno (aumentato delle sottoscrizioni, dei proventi esenti o soggetti a ritenuta alla fonte nonché dei proventi derivanti da partecipazione a OICR soggetti a imposta sostitutiva). Per la valutazione delle componenti reddituali la normativa fiscale fa un rinvio pressoché integrale a quella civilistica, con la sola eccezione dei titoli non quotati detenuti nell’ambito di gestioni individuali per importi medi annui superiori al 10% dell’attivo medio gestito.

(2) Cfr. PANZERI M.C., *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*, in cui si osserva inoltre che: “Quando si renderà possibile il passaggio ad un’aliquota unica di prelievo su tutti i redditi di capitale, si potranno ampliare anche gli spazi per la compensazione, ad esempio estendendo tale sistema ai proventi dei certificati di deposito”.

(3) I redditi di capitale tuttora soggetti a ritenuta definitiva in capo alle gestioni (individuali e collettive) sono riconducibili a: proventi dei certificati di deposito (27%); interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari con scadenza inferiore ai 18 mesi (27%); proventi delle cambiali finanziarie (12,5%); interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari emessi da società non quotate (12,5% o 27% a seconda che il tasso di rendimento all’emissione non superi ovvero superi il TUS aumentato di: due terzi per le obbligazioni negoziate in mercati regolamentati o collocati mediante offerta al pubblico; ovvero di un terzo per le altre obbligazioni); proventi delle operazioni di pronti contro termine o prestito titoli aventi ad oggetto titoli i cui redditi sono soggetti alla ritenuta del 27% (27%); proventi dei titoli atipici (27%). Sul punto si veda ASSOGESTIONI, *Circolare n. 139/98/G/F del 22 gennaio 1998*. Nel caso delle gestioni individuali sono esclusi dal risultato di gestione anche i dividendi e le plusvalenze relativi a partecipazioni qualificate.

(4) Come si afferma nella relazione al decreto delegato, la possibilità di compensare le minusvalenze con i redditi di capitale oltre che con le plusvalenze è frutto di un’interpretazione sistematica delle disposizioni di delega. Sul punto si veda ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un’ottica comparativa*.

simo beneficiario detenute presso lo stesso o altri intermediari, né la compensazione con eventuali plusvalenze rivenienti da un rapporto in regime di risparmio amministrato anche se detenuto presso lo stesso intermediario. Su questi limiti sarà necessario un approfondimento da parte del legislatore, in relazione agli effetti che nel medio periodo si potrebbero verificare sulla struttura dell'offerta degli intermediari. La non compensabilità tra i diversi tipi di conto può incidere sulle scelte della clientela e quindi sulle strategie di offerta degli intermediari, in particolar modo per quelli che abbiano prescelto la strada dell'*outsourcing* o una più marcata specializzazione verso i segmenti di mercato più volatili.

La necessità di individuare ulteriori meccanismi di contenimento degli effetti distortivi in tema di compensazione è stata già segnalata in dottrina (1). Nel caso delle gestioni individuali, uno dei rimedi proposti prevede - in alternativa al riporto in avanti per quattro anni - la trasformazione delle perdite di gestione in un "*bonus*" immediatamente liquidabile, secondo modalità analoghe a quelle già previste per i fondi. Per i fondi, considerati il riconoscimento della facoltà di cessione "orizzontale" delle perdite tra organismi facenti capo ad una medesima società di gestione e la possibilità di riporto in avanti delle stesse senza limiti temporali, la rilevanza della questione risulta attenuata. Un possibile miglioramento potrebbe comunque essere conseguito attribuendo ai fondi la facoltà di trasformare i risultati negativi di gestione in "*bonus*" cedibili anche a soggetti esterni al gruppo.

È da rilevare che anche sotto il profilo del gettito erariale il meccanismo del risultato netto di gestione, basato sul principio del maturato, determina alcune distorsioni. Il gettito dell'imposta sostitutiva derivante dalle gestioni si presenta infatti molto volatile, data la sensibilità all'andamento dei mercati (2). Se si prende in esame l'esercizio 1998 (esercizio peraltro *sui generis*, in quanto in esso si sono concentrati i diversi effetti derivanti dalle disposizioni transitorie per il passaggio dal vecchio al nuovo regime di tassazione), si può constatare che solo grazie alla risalita dei valori azionari nell'ultimo bimestre si è potuto evitare il rischio - per l'Erario - di un possibile azzeramento del gettito, derivante dalla compensazione tra minusvalenze e redditi di capitale. In relazione alla "vulnerabilità" del gettito erariale legata alla circostanza che il risultato netto di gestione viene determinato ad una sola scadenza temporale (l'ultimo giorno dell'anno), potrebbe essere opportuno valutare l'introduzione di qualche meccanismo di "stabilizzazione" del prelievo derivante dalle gestioni.

### *Il regime degli investitori residenti nelle gestioni in Italia*

Dal lato dell'investitore, il regime del risparmio gestito rimane uno dei modelli di più semplice applicazione. Il risparmiatore italiano è infatti del tutto estraneo agli adempi-

---

(1) ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*; sul punto si veda anche HAMAUI R., QUARANTINI G., *La riforma fiscale delle attività finanziarie in Italia*, che segnalano come "la misurazione dell'utile di gestione in capo al singolo intermediario OICVM può ridurre le capacità dell'individuo di diversificare il proprio portafoglio in termini di rischio di mercato e rischio di credito. Infatti il contribuente/risparmiatore che attraverso un gestore volesse investire in emerging markets non potrebbe - a meno che non decida di revocare "la propria opzione fiscale sul" o "il" rapporto di gestione intrattenuto presso il medesimo intermediario - compensare le potenziali perdite su questo investimento con le eventuali plusvalenze realizzate con lo stesso intermediario o con un terzo gestore su un rapporto di gestione con una struttura di rischio diversa".

(2) Sulla variabilità del gettito e sulle conseguenti difficoltà di previsione, si veda Banca d'Italia, *Relazione del Governatore per il 1998*.

menti fiscali (1): i proventi derivanti dalla partecipazione al fondo o dalla gestione patrimoniale sono esclusi da qualunque forma di imposizione in capo al sottoscrittore, indipendentemente dalla circostanza che i medesimi proventi vengano distribuiti o destinati all'accumulazione. Il rendimento per il risparmiatore è, quindi, un rendimento netto al pari di quello degli altri strumenti finanziari di più larga diffusione, *in primis* dei titoli di Stato.

La posizione del risparmiatore nei confronti del Fisco è del tutto anonima, non essendo previste segnalazioni da parte dei gestori all'Amministrazione finanziaria. Entrambi questi elementi, semplicità e anonimato, contribuiscono allo sviluppo del mercato dell'*asset management* e concorrono all'effetto di "sostituzione" degli investimenti in titoli di Stato nei portafogli delle famiglie.

### *Il regime degli investitori residenti nelle gestioni estere*

Nel caso di investimenti di residenti in fondi esteri (diversi da quelli lussemburghesi cd. "storici", il cui trattamento fiscale è equiparato a quello dei fondi italiani), il regime è più articolato ed è diverso in funzione della natura del fondo estero in cui è investito il risparmio.

A differenza di quanto si è visto per gli OICR di diritto italiano, nel caso dei proventi derivanti da OICR esteri, il legislatore della riforma ha sostanzialmente confermato il preesistente impianto normativo. In linea con gli obiettivi fondamentali di generalità e neutralità del prelievo, il nuovo sistema fiscale si propone di conseguire, con riferimento agli investitori persone fisiche residenti, l'uniformità di trattamento tra i redditi di fonte interna e quelli di fonte estera.

Il meccanismo attraverso il quale tale obiettivo viene conseguito in Italia è l'applicazione della cd. "ritenuta all'ingresso", cioè del prelievo (nella misura generalmente pari a quella cui sono soggetti gli stessi redditi conseguiti all'interno) applicato dall'intermediario residente che interviene quale collettore dei flussi finanziari. È questo un principio basilare che tende a neutralizzare, in un'economia aperta di libera circolazione dei capitali, gli effetti di riduzione del gettito erariale per i paesi esportatori netti di capitali che si determinerebbero nel caso di esclusiva imposizione nel paese della fonte.

Analogamente a quanto accadeva nel regime previgente, i proventi derivanti da investimenti in fondi comunitari "armonizzati" sono assoggettati ad una ritenuta definitiva alla fonte del 12,5%, a cura dell'intermediario (residente) che provvede al pagamento dei proventi medesimi, ovvero al riacquisto od alla negoziazione delle quote o azioni. Per le imprese, la ritenuta costituisce un acconto dell'imposta sul reddito. È interessante rilevare la circostanza che la ritenuta d'ingresso non si applica negli eventuali passaggi all'interno dei fondi "multicompartimentali", ma solo all'atto della percezione dei proventi, con un effetto di differimento dell'imposizione.

A differenza del precedente regime, tuttavia, si prevede ora la rettifica dei proventi imponibili attraverso l'applicazione del c.d. "equalizzatore", al fine di neutralizzare l'effetto di rinvio dell'imposizione connesso con il prelievo al momento del realizzo del reddito, rispetto alla tassazione sul maturato che caratterizza i fondi di diritto italiano. Si tratta del medesimo meccanismo previsto per i proventi derivanti dai depositi a custodia dei titoli

---

(1) Ai sensi dell'art. 9 della legge 23 marzo 1983, n. 77, come sostituito dal D.lgs. n. 461/97, infatti, i proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi non concorrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti, salvo il caso in cui siano conseguiti nell'esercizio di imprese commerciali. In quest'ultima ipotesi, peraltro, al sottoscrittore è riconosciuto un credito d'imposta pari al 15% dei proventi.

li (1), ma, a ben vedere, costituisce l'unica ipotesi di applicazione del coefficiente previsto per le plusvalenze ad una tipologia di redditi di capitale. L'efficacia dell'equalizzatore è un tema particolarmente delicato, che può influire sul deflusso del risparmio nazionale verso l'estero.

Nell'ipotesi in cui l'investimento in quote di fondi comunitari "armonizzati" si realizzi senza l'intervento di un soggetto residente in Italia, il legislatore ha confermato - per i soggetti diversi dalle imprese - la tassazione dei proventi (distribuiti o derivanti dal disinvestimento) nella dichiarazione annuale, con l'aliquota proporzionale del 12,5% e con l'applicazione dell'"equalizzatore" (2).

Se l'investimento all'estero riguarda fondi "non armonizzati", i relativi proventi sono assoggettati a tassazione personale progressiva in capo al percettore al momento del realizzo: non sussiste in quest'ipotesi l'obbligo di applicare l'equalizzatore e, se nella distribuzione dei proventi o nell'operazione di disinvestimento interviene un soggetto residente in Italia, lo stesso ha l'obbligo di operare un prelievo del 12,5% a titolo d'acconto (3).

Da quanto precede emerge come il regime impositivo interno non presenta, sotto il profilo teorico, né particolari vantaggi né svantaggi per l'investimento del risparmio italiano all'estero. Una compiuta valutazione della convenienza relativa ad investire tramite OICR di diritto estero da parte dei residenti italiani - che evidentemente non può essere effettuata a priori - deve tuttavia basarsi anche sul trattamento fiscale dei fondi nel paese di insediamento e negli stati in cui vengono effettuati gli investimenti. A questi temi sono dedicati il paragrafo 4.1 e l'analisi riportata in *Appendice II*.

#### *Il regime degli investitori non residenti nelle gestioni in Italia: i fondi "dedicati"*

I proventi derivanti dalla partecipazione a OICR di diritto italiano, conseguiti da investitori (persone fisiche e imprese) residenti all'estero sono erogati senza applicazione di alcuna ritenuta: peraltro, i medesimi proventi scontano l'imposta sostitutiva assolta a monte dal gestore nella misura del 12,5%.

Al fine di evitare penalizzazioni per l'industria italiana dell'*asset management* e di accrescere il grado di attrattività del risparmio "esogeno", il trattamento fiscale dell'investimento in fondi italiani da parte di soggetti non residenti è stato equiparato a quello diretto, attraverso il riconoscimento ai non residenti di un rimborso d'imposta pari al 15% dei proventi derivanti dalla partecipazione al fondo (4). Il rimborso - il cui ammontare copre interamente l'imposta sul risultato di gestione del fondo corrispondente alla quota detenu-

---

(1) Art. 10-ter, commi 1-3, della legge 23 marzo 1983, n. 77, come modificato dall'art. 8, comma 5, del D.lgs. n. 461/97.

(2) Art. 10-ter, comma 4, della legge 23 marzo 1983, n. 77, come modificato dall'art. 8, comma 5, del D.lgs. n. 461/97. Sul punto, BRANDA G., *La revisione del regime fiscale degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)*.

(3) Art. 10-ter, commi 5-6, della legge 23 marzo 1983, n. 77, come modificato dall'art. 8, comma 5, del D.lgs. n. 461/97.

(4) Per il riconoscimento del diritto al rimborso, si considerano proventi i redditi conseguiti dal sottoscrittore non residente in sede di distribuzione nonché la differenza tra il valore di riscatto e il valore medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote. Come osserva ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*, il riconoscimento del diritto al rimborso solo in sede di erogazione dei proventi può determinare per i non residenti effetti negativi sul piano finanziario, dal momento che il fondo italiano sconta l'imposta sul maturato.

ta dall'investitore - è concesso esclusivamente ai soggetti non residenti che godono dei requisiti previsti per l'esenzione da imposte dei redditi finanziari nell'ipotesi di investimento diretto: si tratta della residenza del percettore in un paese che abbia stipulato con l'Italia una convenzione contro le doppie imposizioni che ammette lo scambio di informazioni tra Amministrazioni finanziarie (paesi della "white list"), diverso da quelli con regime fiscale privilegiato (paesi della "black list"). Il rimborso è riconosciuto ai non residenti dalla stessa società di gestione del fondo, ovvero dalla SICAV, a valere sulle somme dovute all'Erario a titolo d'imposta sostitutiva sul risultato della gestione: è questa una rilevante modifica apportata dal primo decreto correttivo al disegno originario che prevedeva inizialmente una procedura di rimborso da parte del Ministero del Tesoro. I tempi di percezione dell'imposta non dovuta da parte degli investitori non residenti - e, quindi, la relativa penalizzazione finanziaria - sono ora piuttosto contenuti.

Sempre nell'ottica di rendere appetibile l'investimento in OICR italiani per gli investitori non residenti, il legislatore della riforma ha introdotto un regime fiscale di particolare favore per i cd. "fondi dedicati". Si tratta di organismi di investimento collettivo di diritto italiano le cui quote sono sottoscritte esclusivamente da soggetti non residenti che godono dei requisiti previsti per il rimborso. Tali organismi, pur conservando la qualifica di "lordisti" ai fini dell'applicazione dei prelievi alla fonte, non scontano l'imposta sostitutiva sul risultato di gestione e possono in tal modo erogare i proventi al lordo di qualunque forma di prelievo (1).

I meccanismi individuati dal legislatore italiano per favorire gli investimenti dei non residenti nel nostro paese devono essere riveduti alla luce delle nuove previsioni "correttive", introdotte dal decreto legislativo 21 luglio 1999, n. 259. Il provvedimento (di seguito indicato come "secondo correttivo") apporta significative modifiche al regime fiscale di tassazione delle plusvalenze conseguite da soggetti non residenti (2): in particolare, l'esclusione incondizionata da imposte per tutti i non residenti - sinora prevista soltanto per le plusvalenze derivanti da cessioni di azioni negoziate in mercati regolamentati non rappresentative di partecipazioni qualificate - viene estesa, con effetto retroattivo dal 1° gennaio 1999, a tutte le plusvalenze conseguite su strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, con la sola eccezione di quelle derivanti da partecipazioni qualificate. Sono stati altresì esclusi da prelievo, sempre per i percettori non residenti, gli interessi da depositi e conti correnti bancari e postali.

È da segnalare che le modifiche richiamate sono destinate a produrre effetti esclusivamente nel caso di investimento diretto e non anche per le gestioni collettive: dovrebbero quindi essere individuati opportuni rimedi volti ad evitare la penalizzazione dell'investi-

---

(1) Nell'ipotesi in cui le quote di un fondo "dedicato" vengano cedute ad un soggetto diverso da quelli esenti (ad es., a un soggetto residente in Italia o a un non residente privo dei requisiti per l'esenzione), i proventi subiscono lo stesso trattamento fiscale previsto per quelli derivanti dall'investimento in fondi esteri "armonizzati" (ritenuta definitiva del 12,5%, se conseguiti in Italia; tassazione separata al 12,5% in dichiarazione, se conseguiti all'estero).

(2) Il provvedimento rimuove, tra l'altro, la situazione di vantaggio fiscale che si era venuta a creare a favore degli investimenti in fondi esteri da parte di persone fisiche residenti. Prima dell'intervento, le "plusvalenze valutarie" sulla quota rimborsata dal fondo estero non venivano tassate: in altri termini se un risparmiatore italiano investiva in un fondo 500 dollari (per un controvalore, ad es., di L. 500.000) e all'atto del rimborso conseguiva 600 dollari (per un controvalore di L. 1.200.000), la differenza di cambio - derivante, nell'esempio teorico, dal rialzo del dollaro da 1.000 a 2.000 lire - veniva tassata solo su L. 200.000 (\$100 x 2.000) mentre sarebbe stata interamente tassata (su 700.000) nel caso di cessione a terzi prima della scadenza. Le nuove previsioni chiariscono ora che i guadagni derivanti dalle differenze di cambio all'atto del rimborso ricadono nelle fattispecie indicate nell'ambito dei redditi diversi e quindi sono soggetti al prelievo del 12,5%, al pari delle altre plusvalenze.

mento “intermediato” che deriva dal permanere del regime di esenzione condizionata per i fondi. In altri termini, nel nuovo quadro normativo gli investitori della “*black list*” potrebbero essere spinti, negli investimenti in Italia, a preferire le forme di investimento diretto (i depositi amministrati) piuttosto che i fondi, in relazione alla circostanza che nel secondo caso non avrebbero diritto al rimborso del prelievo alla fonte (1).

### *Il trattamento degli OICR esteri*

Un particolare discorso merita il trattamento in Italia dei fondi esteri. È questo un problema che, da quanto emerge nel confronto comparato, necessita di un intervento di razionalizzazione a livello internazionale, tenuto conto che ogni paese adotta - in via unilaterale, sulla base di accordi bilaterali o di prassi amministrative - comportamenti difformi, a seconda della convenienza nazionale ad “ospitare” gli investimenti dei fondi esteri sul proprio mercato.

Rispetto alla tassazione dei proventi finanziari conseguiti da un OICR di diritto estero, l’attuale normativa italiana presenta alcuni aspetti suscettibili di incidere sfavorevolmente sul grado di attrattività della nostra piazza finanziaria rispetto a quelle di altri paesi. Il regime di esenzione condizionata per i non residenti non consente, sul piano applicativo, il riconoscimento dell’esenzione a tutti i fondi esteri: infatti, il requisito della residenza fiscale in un paese estero, da accertare con riferimento alla normativa convenzionale, non sempre sussiste per i fondi, atteso il sistema di trasparenza fiscale che in molti paesi è adottato per la tassazione degli OICR (2).

I problemi indicati si pongono soprattutto per i redditi di capitale, assoggettati a prelievo alla fonte nella generalità dei casi; le plusvalenze, invece, alla luce delle future previsioni che ne riconoscono l’esclusione incondizionata dal prelievo, non dovrebbero essere soggette a tassazione. Il problema sussiste in pieno però per gli investimenti dei fondi esteri nei fondi italiani (3).

## **2.2 Le linee evolutive: gli interventi normativi del 1999**

La riforma del 1998, nonostante l’ampia portata, ha richiesto, già dal suo nascere, aggiustamenti ed integrazioni: entro un anno dall’emanazione del decreto legislativo

---

(1) È da ritenere che l’esclusione da imposte (sulle plusvalenze derivanti dalla cessione di strumenti negoziati in mercati regolamentati) venga applicata nelle gestioni individuali direttamente dal gestore, altrimenti la rilevanza per i soggetti non residenti del regime del risparmio gestito con riferimento a tali prodotti verrebbe ulteriormente sminuita.

(2) Ai sensi dell’articolo 4 del Modello OCSE di convenzione contro le doppie imposizioni in materia di imposte sul reddito, è definito “*residente di uno Stato contraente*” “*ogni persona che, in base alla legge di quello Stato, è tenuto al pagamento di imposte in ragione del suo domicilio, residenza, luogo di gestione o ogni altro criterio di natura simile, incluso lo Stato medesimo e ogni sua suddivisione politica o autorità locale*”. Cfr. OECD, Rapport du Comité Des Affaires Fiscales, *Modèle de Convention Fiscale Concernant le Revenu et la Fortune*.

(3) Va peraltro segnalato che, ai sensi dell’art. 10ter, commi 9 e 10, della legge n. 77/83, è prevista l’applicabilità del regime convenzionale agli OICR armonizzati per i proventi finanziari conseguiti in Italia, relativamente alla quota parte dei proventi stessi corrispondente alle quote possedute nel fondo estero da non residenti. Il regime di favore è condizionato al riconoscimento di analogo diritto agli OICR italiani da parte del paese di residenza del fondo. Non è nota la rilevanza che questa norma assume in concreto nei rapporti con gli ordinamenti fiscali esteri.

n.461/97 sono stati approvati dall'Esecutivo - come già segnalato nel precedente paragrafo 2.1 - due specifici provvedimenti "correttivi".

La stretta interconnessione delle tematiche fiscali comporta la necessità di una continua azione di riassetto del quadro normativo e di collaudo della funzionalità globale delle soluzioni tecniche adottate.

Questa mobilità, in parte fisiologica, delle norme fiscali spiega anche come, all'indomani di un'ampia riforma, l'Esecutivo sia ora impegnato nell'estendere i canoni fondamentali del nuovo sistema di tassazione delle attività finanziarie anche ai comparti assicurativo e previdenziale, nell'intento di riordinare la fiscalità per l'intero mercato dell'*asset management*. In una visione "storica", era, a dire il vero, impensabile - anche sul piano pratico - ipotizzare un complessivo riordino dei prodotti del risparmio gestito in forza della delega di fine '96, che ha poi dato vita al decreto legislativo n.461/97 (1). La tassazione dei proventi derivanti dalle "polizze vita" e delle forme previdenziali integrative è pertanto rimasta fuori dai passi compiuti con la riforma del '98.

Il secondo *round*, come accennato nelle premesse metodologiche, è stato avviato con il "collegato alla Finanziaria per il 1999" (legge 13 maggio 1999, n.133), che contiene un'apposita delega al Governo da esercitare entro nove mesi dall'entrata in vigore della legge.

#### *Gli interventi nel campo dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario*

La delega prevede una radicale trasformazione della disciplina fiscale dei contratti di assicurazione sulla vita. Per cogliere la portata innovativa dei nuovi principi occorre ricordare i tratti salienti dell'attuale disciplina (schematizzata nella tav. 2 dell'*Appendice III*).

Nel regime attuale è accordata al sottoscrittore di polizze, nella fase di accantonamento delle somme, la possibilità di detrarre dal proprio reddito imponibile il 19% dei premi versati (con un limite massimo di 2,5 mln., equivalente ad una detrazione massima di 475 mila lire). I premi sono assoggettati all'imposta sulle assicurazioni del 2,5%.

Nella fase di *asset allocation*, i proventi della gestione sono tassati secondo le regole previste per il reddito d'impresa: essi sono sostanzialmente esenti, poiché sono accantonati dalle imprese di assicurazione nelle riserve matematiche (e quindi dedotti dal reddito imponibile IRPEG) e le eventuali ritenute subite sui redditi di capitale sono scomputate dall'IRPEG dovuta.

All'atto dell'erogazione delle prestazioni all'assicurato, se queste sono effettuate sotto forma di rendita, trova applicazione l'imposta progressiva (IRPEF) per il 60% dell'ammontare della rendita. Se invece viene corrisposto un capitale, questo è soggetto a tassazione separata con aliquota del 12,5%; la base imponibile è costituita dal capitale erogato, diminuito dei premi versati e del 2% di tale differenza per ogni anno di durata del contratto successivo al decimo.

Tralasciando gli effetti positivi per il contribuente nella fase di versamento dei premi (in relazione alla detrazione del 19%), è evidente l'effetto di *tax deferral* (amplificato dall'attuale coefficiente di rettifica del 2% per anno) che si ha nei confronti dei capitali accumulati nel corso della vita del contratto. Il risultato di gestione non viene infatti tassato

---

(1) Sull'andamento graduale, "per passi successivi", dell'ordinamento fiscale italiano, si veda M.C. PANZERI, *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*.

- come avviene nelle gestioni individuali e collettive - ogni anno, bensì solo al momento del realizzo dei proventi, senza applicazione di alcun equalizzatore. Ciò spiega l'ampia diffusione di prodotti assicurativi innovativi, quali le polizze *unit linked* (contratti assicurativi collegati a fondi esteri) che, a parità di rendimento lordo, grazie al minor peso della tassazione hanno potuto garantire ai risparmiatori maggiori rendimenti netti rispetto ai fondi (1).

Il legislatore delegato dovrà porre rimedio a tale disparità di trattamento, che comporta effetti distorsivi sul piano della concorrenza tra intermediari. Sulla base dei principi e criteri di delega, è ora prevista, oltre all'esenzione dall'imposta sui premi, l'assimilazione dei capitali provenienti da polizze con caratteristiche prettamente finanziarie ai redditi derivanti dalla gestione individuale. A questi proventi si applicherà un'imposta sostitutiva, previa rettifica della base imponibile attraverso un apposito "equalizzatore", nell'intento di eliminare il richiamato effetto di differimento dell'imposta.

### *Gli interventi nel campo dei prodotti della previdenza integrativa e individuale*

Come già segnalato nelle premesse metodologiche, l'analisi della fiscalità del risparmio previdenziale esula dal campo di indagine del presente lavoro. Vale però la pena segnalare che l'intero comparto sarà oggetto di rilevanti modifiche in un prossimo futuro, in attuazione della delega contenuta nella legge n. 133/1999 (collegato alla finanziaria per il 1999). La delega è la prova concreta del ruolo che la normativa fiscale può svolgere per lo sviluppo anche di questo settore. In alcuni paesi europei, ed in particolare nel Regno Unito, il regime fiscale è stato utilizzato, soprattutto dalla seconda metà degli anni '80, come un vero e proprio volano alla diffusione tra i risparmiatori privati dei prodotti della previdenza integrativa e individuale e per canalizzare le risorse finanziarie verso orizzonti temporali di lunga scadenza, con conseguenti positivi effetti anticiclici sul mercato.

L'attuale regime, peraltro assai complesso in ciascuna delle tre fasi del versamento, della gestione, dell'erogazione, è riportato nella tav. 2 dell'*Appendice III*. In estrema sintesi, la legislazione fiscale vigente in materia di fondi pensione prevede: la deducibilità (sia per il lavoratore sia per il datore di lavoro), entro determinati limiti, delle somme accantonate; un'imposta annua fissa (L. 5-10 mln.) a carico del fondo; l'applicazione delle ritenute alla fonte a titolo d'imposta solo sugli interessi e dividendi percepiti dal fondo, con una sostanziale esenzione delle plusvalenze; la tassazione (progressiva) per l'assicurato delle prestazioni all'atto dell'erogazione, con previsione di parziali esenzioni (2).

Gli interventi ora previsti dalla delega per i fondi pensione - che entreranno in vigore a partire dal 1° giugno 2000 - riguardano tutte e tre le fasi, quella iniziale di accumulo del capitale, quella di gestione dei fondi pensione, quella di erogazione delle prestazioni.

Per ampliare l'attrattività dell'investimento, è previsto nella fase di accumulo un sostanziale innalzamento dei limiti (fino a 10 mln.) di deducibilità dei versamenti effettuati dai lavoratori e dalle imprese nei fondi pensione. Ai proventi della gestione (fase dell'*asset allocation*) si applicherà lo stesso metodo di tassazione oggi vigente per i fondi comuni, cioè una tassazione con imposta sostitutiva dei redditi maturati. È prevista peraltro la possibilità di introdurre un'aliquota di prelievo più bassa di quella dei fondi comuni (12,5%), non specificata nel *quantum* dalla delega. Le prestazioni erogate saranno tassate, con ali-

---

(1) Sul punto, CIOCCA P., *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie*.

(2) Sull'attuale regime, si veda MIGNARRI E., *I fondi pensione aperti*.

quota progressiva, solo per la parte non già assoggettata ad imposizione. In altri termini, al momento della prestazione non verranno considerate reddito imponibile le somme derivanti dal “rendimento” dell’investimento e saranno invece tassate unicamente le somme versate da lavoratore e datore di lavoro, dedotte nella fase dell’accantonamento.

La delega poi introduce una nuova tipologia di risparmio previdenziale, i cosiddetti piani pensionistici individuali (1), di ampia diffusione in altri paesi europei. Si tratta di forme di risparmio che potrebbero essere strutturate nello stesso modo dei piani d’accumulazione dei fondi comuni. A differenza di questi ultimi, però, i piani pensionistici devono prevedere specifiche caratteristiche previdenziali. Questi nuovi prodotti saranno caratterizzati dalla stessa disciplina fiscale dei fondi pensione (deducibilità degli accantonamenti effettuati, tassazione dei redditi maturati nella fase di investimento delle risorse, tassazione al momento dell’erogazione delle somme inizialmente dedotte).

Strettamente connesso con l’obiettivo di sviluppo del risparmio previdenziale, è l’intervento sulla normativa fiscale del trattamento di fine rapporto, a cui si applicherà il regime previsto per i fondi pensione. A differenza di quanto avviene attualmente (2), verranno tassate in modo differente le somme attribuibili al rendimento maturato e quelle riconducibili agli accantonamenti effettuati dal datore di lavoro: i rendimenti (3) verranno assoggettati ad imposta sostitutiva; la quota “capitale”, invece, sarà assoggettata a tassazione separata al momento della corresponsione del TFR (4), senza più la deducibilità di alcuna somma rapportata agli anni di lavoro.

Da un primo confronto quantitativo tra vecchie e nuove regole di tassazione delle forme di risparmio previdenziale, sembra emergere che il vantaggio fiscale, già esistente per i fondi pensione rispetto agli altri investimenti finanziari, verrà ulteriormente rafforzato dalle misure previste dalla delega (5). Le nuove regole, infatti, renderanno sempre più convenienti i fondi pensione, soprattutto per investimenti con orizzonti temporali corrispon-

---

(1) Sull’importanza dello sviluppo di tale comparto, PONTOLILLO V., *L’integrazione finanziaria europea: il ruolo della fiscalità*, in cui si sottolinea come tali prodotti, in relazione alla connotazione contrattuale di lunga durata, possano contribuire positivamente alla fidelizzazione della clientela delle banche, in un contesto di crescente concorrenza tra intermediari; sul punto, anche ASSOGESTIONI, *Relazione per il 1998*.

(2) Nella legislazione vigente le quote accantonate e le rivalutazioni del TFR non sono tassate. Il capitale erogato viene sottoposto a tassazione separata, con la deducibilità di una somma pari a 600 mila lire per ogni anno di lavoro.

(3) Il rendimento del TFR accantonato è calcolato, secondo quanto disposto dall’art. 2120 del Cod. Civ., applicando annualmente al trattamento già maturato un tasso costituito dall’1,5% e dal 75% dell’aumento dell’indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati.

(4) La tassazione della quota “rendimento” del TFR potrà essere effettuata ogni anno, anche per evitare l’applicazione di equalizzatori al momento della corresponsione della cd. “liquidazione”. A tal fine, infatti, potranno essere le stesse imprese, quali sostituti d’imposta, ad effettuare la ritenuta del 12,5% sul rendimento maturato. Per quanto riguarda il gettito, tale misura si tradurrà in un vantaggio finanziario per l’Erario, dato che comporterà un incasso anticipato, con flussi annuali, dell’imposta sostitutiva sui rendimenti maturati. Ai valori attuali dello stock di TFR (200.000 mld.) ed ipotizzando un’inflazione del 2%, il flusso annuale per l’Erario sarebbe quantificabile in circa 750 mld.

(5) In un quadro complessivo di sintesi, si può notare che i *framework* di tassazione delle diverse forme di investimento a fini previdenziali sono oggi estremamente diversi. Con riferimento alle tre fasi descritte (accumulazione, investimento ed erogazione delle prestazioni), il TFR è caratterizzato da uno schema di tipo EET (Esenzione versamenti, Esenzione redditi della gestione, Tassazione prestazioni), mentre sussiste una parziale EET per le polizze vita ed un ETT - sempre parziale - per i fondi pensione (per un fondo comune, ad esempio, si ha uno schema del tipo TTE). Il sistema della delega, invece, prevede, per qualsiasi forma di investimento previdenziale, uno schema generale del tipo ETT. Lo schema EET (insieme a quello TEE) non penalizza il risparmio, dato che è assimilabile ad un sistema di *expenditure tax*. Gli schemi TTE ed ETT sono invece riconducibili a sistemi del tipo *comprehensive income tax*, che riducono l’incentivo a risparmiare. Il più vantaggioso per l’assicurato tra questi è lo schema EET, poiché permette sia il *tax deferral*, sia il *tax averaging*; tale schema è il più utilizzato a livello comparato per le forme di previdenza complementare.

denti alla vita lavorativa media (30 e più anni). Potrà ridimensionarsi, invece, l'*appeal* delle polizze vita a contenuto finanziario, soprattutto per gli investitori con alti livelli di retribuzione lorda. I fondi comuni potranno risultare concorrenziali per orizzonti temporali brevi (1).

---

(1) Ad analoghe conclusioni perviene lo studio dell'IRS richiamato da GANDULLIA L., GUERRA M.C., *Il Fisco dà una mano alla previdenza integrativa*, e, sempre dagli stessi Autori, *Verso una maggior convenienza*.

### 3. IL CONFRONTO COMPARATO

Nel contesto di crescente integrazione dei mercati finanziari, il peso della componente fiscale può essere fonte di distorsioni nella domanda e nell'offerta dei prodotti riconducibili all'attività di *asset management*.

È ragionevole ritenere che nel breve periodo la concorrenza "fiscale" potrà interessare soprattutto quella fascia di investitori (imprese, enti non commerciali e soggetti privati con cospicui patrimoni) maggiormente sensibili alle offerte degli operatori esteri e poco legati alla rete distributiva interna (1). Nel medio periodo, la maggiore confrontabilità dei prodotti finanziari derivante dall'adozione della moneta unica nonché la diffusione dei servizi "via rete" anche presso la clientela minore ampliaranno gli spazi della concorrenza: in tale contesto, la variabile fiscale potrà condizionare in misura crescente le scelte allocative del risparmio degli investitori europei. Sul fronte della competitività tra intermediari, la non omogeneità del trattamento fiscale soprattutto dal lato delle imposte societarie può essere causa di delocalizzazioni strutturali.

Di fronte ad una radicale riforma, come quella recentemente introdotta in Italia, e alla prospettiva, anche se di difficile realizzazione, di un coordinamento all'interno dell'Europa dei sistemi di tassazione del risparmio, il confronto comparato con gli altri ordinamenti costituisce un necessario passaggio sia per valutare la compatibilità del modello italiano con quelli degli altri paesi, sia per esplorare i margini di convergenza dei diversi sistemi verso una matrice comune che potrà essere definita dagli organi dell'Unione.

L'estrema varietà delle esperienze normative dei quindici Stati dell'Unione ha indotto a limitare la presente ricognizione al regime fiscale di quattro ordinamenti: Francia, Lussemburgo, Germania e Regno Unito (2). Il campione di indagine, ancorché limitato, è particolarmente significativo, se si tiene conto della lunga tradizione di tali paesi nel comparto dell'*asset management* e delle dimensioni degli investimenti in fondi comuni e polizze assicurative di natura finanziaria. Una più chiara evidenza del peso di tali Stati nel comparto dei fondi comuni aperti emerge dalla tavola 1 in *Appendice III*.

Con riferimento ai prodotti presi in esame, l'indagine riguarda, per ciascun ordinamento considerato, i sistemi impositivi dei fondi comuni di investimento e dei relativi proventi per i sottoscrittori, delle gestioni individuali e degli altri prodotti alternativi (piani individuali di risparmio), nonché delle polizze assicurative "vita". L'analisi non si estende invece ai fondi pensione che, pur rientrando nel novero dei prodotti del risparmio gestito, sono in un rapporto di stretta osmosi, anche sotto il profilo del trattamento tributario, con le forme di previdenza pubblica adottate nel singolo paese. Alla base della scelta di escludere tali prodotti dall'analisi, è inoltre la considerazione che il risparmio previdenziale (nell'ormai nota tripartizione figurata dei tre pilastri, corrispondenti alla previdenza pubblica, complementare e individuale) è interessato in questo momento in Europa da rilevanti cambiamenti strutturali connessi con il comune ripensamento dei *welfare systems*,

---

(1) Si vedano le considerazioni di DESARIO V., *Il risparmio gestito: prospettive di sviluppo e implicazioni per la vigilanza*. L'indifferenza dei risparmiatori più abbienti per le reti distributive tradizionali è rilevata anche da FRISIANI G., VIANI G., *Intermediazione on line, per le banche è d'obbligo*, i quali, mettendo a raffronto la domanda di servizi finanziari via rete e le classi di reddito degli utenti, evidenziano come sia quantitativamente più significativa la classe degli utenti con redditi elevati.

(2) Per un più agevole confronto i diversi valori sono espressi anche in euro, sulla base delle parità di cambio irrevocabili (Germania: 1 € = 1,95583 DM; Francia: 1 € = 6,55957 FF; Lussemburgo: 1 € = 40,3399 Flux). Per il Regno Unito è stato utilizzato il cambio Euro - Sterlina del 4 maggio 1999 (1 € = 0,6571 LSt).

in relazione anche agli impegni di Maastricht diretti al riequilibrio dei conti pubblici. L'accentuata mobilità dello scenario normativo di riferimento, anche fiscale, avrebbe minato i risultati della ricerca.

L'analisi, così delimitata, si incentra sull'imposizione dei proventi finanziari conseguiti dagli investitori, residenti e non residenti, privati. È cioè fuori dal campo della ricerca l'area del cd. *institutional asset management*, in contrapposizione al *private asset management*. L'*institutional asset management*, cioè l'offerta dei prodotti agli investitori istituzionali, sposterebbe infatti l'ottica sulla pressione fiscale degli intermediari e delle imprese, cioè sul tema più generale delle divergenze di tassazione esistenti in Europa (in termini di aliquota e di base imponibile) in materia di imposte societarie, con i problemi della doppia imposizione economica sui flussi di reddito per le operazioni *cross-border*. È questo un tema di più ampia portata che esula dall'obiettivo del presente lavoro.

A fronte di queste limitazioni dell'indagine, viene svolto - in un'ottica *hands on* - un confronto nei quattro paesi degli adempimenti amministrativi che la tassazione del risparmio gestito pone a carico degli intermediari e dei contribuenti. L'obiettivo è quello del confronto con il nostro ordinamento in relazione al ruolo crescente degli intermediari finanziari italiani nello svolgimento degli adempimenti fiscali. Il confronto appare utile nella prospettiva - sancita dalla stessa proposta di direttiva "Monti" sulla tassazione degli interessi dei non residenti - di accentramento di tali attività in capo agli operatori che intervengono quali "*paying agents*".

Nonostante il tentativo - sul piano metodologico - di omogeneizzare le "chiavi" di ricerca, l'analisi si presenta particolarmente articolata: il grado di divergenza normativa è elevato.

In ciascun ordinamento considerato è infatti riscontrabile una serie complessa di disposizioni specifiche per ogni tipologia di prodotto finanziario, come si evince dalla lettura dell'*Appendice I*, nella quale sono riportati i profili impositivi di ogni prodotto per singolo paese. La complessità dell'indagine è ascrivibile soprattutto alla circostanza che, sul piano ordinamentale, l'esame della tassazione delle forme di risparmio gestito postula in ogni caso la ricognizione della disciplina generale della tassazione delle attività finanziarie relativa ai sottoscrittori persone fisiche, con riferimento al trattamento fiscale degli interessi, dei dividendi e dei *capital gains* (1). A questo si aggiungono le previsioni riguardanti i fondi, nonché le specifiche norme agevolative previste per alcune tipologie di investimenti.

Nonostante la complessità e articolazione dei sistemi, è comunque possibile svolgere qualche considerazione sintetica di taglio orizzontale.

---

(1) Per rendere più agevole la ricognizione dei risultati, nell'*Appendice I* si adotta per ciascuno dei paesi considerati un modello espositivo uniforme, articolato distintamente sui seguenti punti:

- tassazione delle gestioni patrimoniali individuali;
- regime fiscale dei fondi comuni aperti, sotto il duplice profilo delle modalità di tassazione degli investimenti effettuati dagli OICR stessi e della tassazione degli investitori persone fisiche;
- trattamento tributario delle polizze vita, con riferimento all'imposizione riguardante i premi versati dagli assicurati e le rendite o i capitali corrisposti; non viene, invece, presa in considerazione la tassazione delle imprese di assicurazione;
- imposizione di alcune tipologie di investimento succedanee a quelle tipiche del risparmio gestito;
- incombenze amministrative a carico degli intermediari e dei contribuenti.

Per ciascun paese viene inoltre fornita una tabella riepilogativa sulla fiscalità dei vari prodotti di risparmio gestito.

Va subito sottolineato che nessuno dei paesi considerati adotta un sistema di tassazione del risparmio gestito (in via collettiva o individuale) analogo a quello di recente introdotto nel nostro ordinamento, e cioè il modello cd. di imposizione del “risultato netto di gestione”. Non è in nessun caso riscontrabile un sistema così generalizzato di prelievo alla fonte (nella forma dell’imposizione sostitutiva) che liberi, come in Italia, i risparmiatori da ogni ulteriore obbligo fiscale. Ne consegue che il piano della ricerca si estende anche alle regole dell’imposizione personale sul reddito.

Nel confronto tra ordinamenti, l’Italia risulta, dunque, l’unico paese dell’Unione che applica, con riferimento ai proventi finanziari delle persone fisiche conseguiti nelle “gestioni” (collettive e individuali), un sistema di tassazione sul “maturato”. Negli altri paesi viene adottato in via generale (e quindi anche nell’ambito delle gestioni) il sistema cd. di cassa (*cash-basis*), in base al quale i proventi sono tassati solo quando realizzati (1). Nel tempo questa divergenza, come meglio illustrato nel successivo paragrafo 4, potrebbe avere effetti distorsivi sulla domanda dei prodotti del risparmio gestito offerti dall’industria italiana ai risparmiatori residenti.

Nella tassazione dei fondi comuni aperti, tre paesi, la Germania, la Francia e il Lussemburgo, adottano il sistema cd. *no veil*, cioè un modello basato sul principio della trasparenza: il sistema non prevede infatti imposte sul reddito a carico del fondo. I proventi derivanti dall’investimento vengono direttamente tassati in capo al sottoscrittore. L’obiettivo sottostante al sistema della “trasparenza” è quello di conseguire l’indifferenza, sotto il profilo fiscale, tra le diverse tipologie di risparmio. Si tratta di un obiettivo, peraltro, non sempre realizzato in termini rigorosi, in quanto in alcuni casi (Germania, Francia) il sistema accorda, di fatto, un particolare *favor* al risparmio gestito dai fondi. In Germania, per i *capital gains* realizzati dai fondi non si applica la presunzione di intento speculativo, che fa scattare l’imponibilità del provento. Di conseguenza i *capital gains* conseguiti dai fondi comuni tedeschi sono, di norma, esenti anche in capo al sottoscrittore. Quest’ultimo profilo costituisce di fatto un forte incentivo all’investimento attraverso le gestioni in monte, a discapito dell’investimento diretto. Analogamente, in Francia l’obiettivo dell’“indifferenza” trova una significativa deroga nella tassazione dei proventi conseguiti attraverso i *fonds commun de placement* a capitalizzazione, in quanto, in virtù del sistema di tassazione sul “realizzato” (principio di cassa) vigente per le persone fisiche, è particolarmente significativo l’effetto di *tax deferral*.

Nei tre paesi che adottano il sistema *no veil*, la tassazione dei proventi in capo ai sottoscrittori avviene con modalità uniformi per i proventi derivanti da dividendi e interessi: tali proventi vengono inclusi nella tassazione personale progressiva (ad eccezione della Francia, in cui c’è l’opzione per una forma di prelievo liberatorio alla fonte per gli interessi). Con riferimento invece ai *capital gains*, le regole sono diverse nei tre paesi: mentre la Germania e il Lussemburgo tassano con imposta progressiva esclusivamente le plusvalenze di tipo speculativo e quelle derivanti da partecipazioni qualificate, in Francia qualsiasi plusvalenza realizzata viene tassata - ancorché in dichiarazione - con un prelievo proporzionale (pari al 26%).

Sempre con riferimento alla tassazione dei fondi comuni aperti, il Regno Unito è l’unico Stato tra quelli considerati in cui l’imposizione del risparmio gestito in monte non è impostata sul cd. principio di “trasparenza”; al contrario, nei confronti degli OICR si ap-

---

(1) Ci sono peraltro casi (ad es. Regno Unito e Germania) nei quali i proventi dei fondi realizzati anche se non distribuiti all’investitore vengono tassati in capo a quest’ultimo. In nessun paese però è riscontrabile il sistema italiano di tassazione sul reddito solo maturato.

plica, nella maggior parte dei casi, l'imposizione prevista per le società (*Corporation Tax*). Peraltro, pur in presenza di una tassazione direttamente in capo al fondo, non sussiste - come in Italia - un regime di esenzione per i sottoscrittori: i proventi conseguiti nell'ambito delle gestioni collettive vengono poi tassati in capo al singolo investitore.

Se la tassazione del risparmio gestito dai fondi si presenta non uniforme a livello comparato, divergenze ancora maggiori sono riscontrabili nell'imposizione dei proventi derivanti dalle gestioni individuali. Nei quattro paesi la gestione individuale è riconducibile, sotto il profilo fiscale, all'investimento diretto ed autonomo.

Peraltro, in alcuni paesi, quali la Francia e il Regno Unito, sono riscontrabili particolari forme di risparmio (piani di investimento individuali) che godono di specifiche agevolazioni fiscali. Questi "prodotti" rappresentano per gli intermediari strumenti di raccolta estremamente competitivi rispetto ai fondi: essi svolgono, in un mercato aperto alla concorrenza, un ruolo non indifferente di "stabilizzazione" della clientela. Si tratta di strumenti particolarmente flessibili nell'ambito degli obiettivi di incentivazione del risparmio e di orientamento dello stesso verso gli impieghi produttivi e di sostegno dello sviluppo delle piazze finanziarie nazionali, in particolare dei mercati azionari.

In aggiunta a queste forme di "prodotti finanziari" esentasse, è poi riscontrabile negli ordinamenti esteri considerati - a differenza di quello italiano - un largo uso, nell'imposizione del risparmio, di soglie di esenzione individuali, una sorta di "bonus fiscale" che viene accordato al contribuente persona fisica per incentivarne il risparmio. In Italia la scelta di introdurre le soglie sarebbe difficilmente conciliabile con il sistema del prelievo liberatorio a monte, in quanto determinerebbe una penalizzazione fiscale nei confronti del risparmio gestito dai fondi, per i quali questa forma di tassazione è vincolante e non opzionale, rispetto alle forme di investimento diretto. Potrebbero infatti godere delle soglie di esenzione solo i contribuenti che optassero per un sistema di dichiarazione, con l'effetto quindi di rispostare la preferenza per una modalità di imposizione che la recente riforma ha inteso quanto più scoraggiare.

Una maggiore convergenza nelle linee di fondo degli ordinamenti è osservabile nei modelli di imposizione dei prodotti assicurativi di natura finanziaria. In tutti i paesi dell'indagine si riscontrano forme di agevolazione per la sottoscrizione delle polizze sulla vita. Il trattamento tributario di favore si applica sempre al ricorrere di un presupposto di "meritevolezza" connesso con la durata minima del contratto (variabile da 8 a 12 anni). Sotto questo profilo il nostro ordinamento, nel quale si richiede attualmente una durata minima del contratto assicurativo superiore al quinquennio (ai fini della deducibilità, entro certi limiti, dei premi), risulta essere più favorevole dal lato dell'"accumulazione", ma non sempre dell'erogazione: dopo un periodo di 12 anni, il capitale rimborsato all'investitore in Germania non viene infatti tassato (l'esenzione in Lussemburgo e in Regno Unito è dopo 10 anni). In Francia, viceversa, a seguito della riforma del 1997, il capitale rimborsato è ora sempre tassato (in progressiva o, in via opzionale, con la ritenuta d'imposta).

Con riferimento agli adempimenti degli intermediari, il ruolo delle banche è particolarmente incisivo in Francia e nel Regno Unito. In Germania e Lussemburgo, viceversa, nonostante il sistema di trasparenza adottato, il *burden of compliance* a carico degli intermediari risulta di fatto limitato all'applicazione delle eventuali ritenute. A differenza di quanto avviene in Italia, in Francia e nel Regno Unito, le banche tedesche e lussemburghesi non hanno particolari obblighi di segnalazione all'Autorità fiscale.

In un mercato finanziario integrato, una tematica che assume particolare rilevanza, in quanto incide sull'appetibilità delle singole piazze finanziarie e quindi sulla localizza-

zione dei flussi di risparmio, è la questione dell'applicabilità ai fondi dei trattamenti più favorevoli previsti dalle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni per i proventi derivanti da investimenti all'estero. Solo nel Regno Unito è riscontrabile un sistema che di fatto garantisce ai fondi residenti ed esteri il diritto di richiedere direttamente i benefici previsti dalla normativa (interna o convenzionale). Negli altri paesi, salvo accordi specifici tra Amministrazioni fiscali (come nel caso della Francia con l'Olanda e con la Germania), la questione è particolarmente controversa. In questa materia, sarebbe più efficace un'azione concertata a livello internazionale dalla quale emerga una soluzione quanto più possibile omogenea tra i diversi paesi (1).

### 3.1 Il sistema francese

Nell'ordinamento francese è ravvisabile un articolato complesso di misure che influenzano - attraverso la leva fiscale - le scelte di allocazione delle risorse finanziarie. Vi è infatti in Francia una lunga tradizione di incentivazione fiscale del risparmio delle famiglie. Le agevolazioni introdotte nel corso degli anni, molte delle quali tuttora in vigore, hanno avuto il merito di orientare i piccoli risparmiatori verso le forme di risparmio gestito (fondi comuni di investimento, piani di investimento individuali, ecc.) (2).

La fiscalità del comparto è impostata sui principi di "trasparenza" e di "neutralità" nonché sulla previsione di particolari regimi di esenzione. Il principio di trasparenza comporta la tassazione dei proventi esclusivamente "a valle", in capo al sottoscrittore: ne consegue che gli OICR, a prescindere dalla tipologia giuridica, non sono soggetti passivi di imposta (né sui redditi, né a livello patrimoniale). Il principio del cd. "*no veil*" trova peraltro eccezioni in materia di imposizione indiretta (sia i fondi che le SICAV sono soggetti ad es. alla "*stamp duty*" nelle transazioni). Sempre in materia di imposte indirette, sussiste qualche distinzione in relazione alla forma giuridica (fondo o SICAV): sotto questo profilo risultano tuttora svantaggiate le strutture societarie (SICAV) per l'aggravio degli oneri connessi con l'IVA.

Il criterio della neutralità implica che la tassazione avvenga come se l'investimento fosse effettuato direttamente dal sottoscrittore. Attraverso tali principi, e in virtù del sistema di tassazione sul "realizzato" (principio di cassa), vigente per le persone fisiche, è elevato l'effetto di *tax deferral* conseguibile attraverso gli investimenti in fondi a capitalizzazione. Inoltre, data la generale non imponibilità in capo al sottoscrittore dei *capital gains* realizzati dai fondi, che rappresenta una deroga al principio di neutralità tra risparmio diretto e indiretto, la spinta a favore del risparmio gestito risulta particolarmente forte.

Sul piano ordinamentale, la tassazione delle forme di risparmio gestito è quindi il risultato di un *mix* di previsioni generali in materia di attività finanziarie e di specifiche norme di esonero o di agevolazione previste per alcune tipologie di investimento.

Con riferimento agli interessi, la Francia, al pari dell'Italia, adotta generalmente per le persone fisiche il meccanismo dell'imposizione sostitutiva: i risparmiatori

---

(1) Sulle problematiche connesse con la qualificazione dei fondi di investimento e dei proventi dagli stessi distribuiti ai fini delle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni si veda HELMINEN M., *Do distributions from investment funds constitute dividends for international tax law purposes?*

(2) Gli OICR hanno in Francia una lunga tradizione essendo stati introdotti sin dai tempi della seconda guerra mondiale.

persone fisiche possono infatti optare per il sistema del “*prélèvement forfaitaire libératoire*” (PFL) (1), caratterizzato da una ritenuta definitiva applicata secondo un’aliquota unica (25%) (2). Questo regime, ancorché applicato in alcuni casi automaticamente (salvo diversa opzione del contribuente), non sembra in concreto avere avuto in passato (fino al 1996) un’ampia diffusione, data la soglia di abbattimento prevista nell’ambito dell’imposizione personale progressiva.

I *capital gains*, invece, sono sempre tassati in dichiarazione dei redditi (non quindi “alla fonte”), con un’aliquota proporzionale del 26% (3). In entrambi i casi, quindi, la tassazione di tali proventi si attesta su un livello mediamente più elevato rispetto a quella esistente nel nostro paese (12,5%).

Relativamente ai dividendi, non è invece prevista nessuna ritenuta alla fonte per i residenti (4). La tassazione ha luogo in sede di autodichiarazione annuale mediante inclusione nel reddito personale soggetto ad imposizione progressiva (5). Peraltro l’ammontare dei dividendi che non supera una certa soglia annua (8.000 FF - 1.220 € - o 16.000 FF - 2.440 € - per il 1998, rispettivamente per il singolo contribuente o la coppia) è esonerato da tassazione (6). Un prelievo alla fonte è previsto invece per i non residenti, i quali si avvalgono generalmente del regime convenzionale contro le doppie imposizioni.

In alcune aree della fiscalità del risparmio la Francia non si presenta, quindi, competitiva rispetto agli altri paesi europei: è questo il caso della tassazione dei dividendi, il cui livello può arrivare - tenendo conto anche del prelievo per i contributi sociali e senza considerare le soglie soggettive di esenzione - intorno al 61%. Anche sul fronte della tassazione delle plusvalenze finanziarie, l’ordinamento francese è in linea teorica rigoroso, in quanto adotta, a differenza di paesi quali il Regno Unito e la Germania, un sistema generalizzato di imposizione, nel quale ricadono i *capital gains* su partecipazioni qualificate e non, sui titoli obbligazionari, ecc. Il rischio di delocalizzazione degli investimenti è attenuato dalla presenza nel sistema di forme di risparmio agevolate (tra cui i cd. piani individuali di risparmio) che però sono, sulla base di quanto accaduto nel tempo, soggette a mutamenti normativi in relazione alle esigenze annuali del bilancio pubblico.

---

(1) L’investitore, qualora non abbia optato per il “*prélèvement libératoire*”, deve indicare i proventi conseguiti nella propria dichiarazione annuale dei redditi ed assoggettarli a tassazione progressiva. In alcuni casi il prelievo alla fonte costituisce il regime ordinario.

(2) L’aliquota complessiva del 25% risulta dalla somma di un’imposta sostitutiva vera e propria (pari al 15%) e di una serie di contributi sociali; questi sono: *contribution sociale généralisée* (CGS) con aliquota del 7,5% (il 5,1 per cento è deducibile dalle imposte sul reddito); *contribution au remboursement de la dette sociale* (CRDS) con aliquota dello 0,5%; *prelevement social* (PS) con aliquota del 2%.

(3) Imposta sostitutiva del 16% e contributi sociali del 10%.

(4) Sul punto, si veda CAVALLARI F., *La tassazione dei redditi finanziari*, secondo il quale la singolarità del regime francese di non applicazione della ritenuta alla fonte sui dividendi sarebbe ascrivibile all’efficace controllo dei redditi di impresa che scoraggia l’evasione e garantisce l’adempimento dell’obbligo tributario da parte dei possessori di azioni.

(5) L’imposta sul reddito delle persone fisiche prevede, per l’anno 1998, un’aliquota marginale minima del 10,5% per redditi superiori a 26.100 FF (3.979 €) ed una massima del 54% per redditi superiori a 293.600 FF (44.579 €).

(6) Fino al 1995 la soglia di esenzione era riferita all’ammontare complessivo dei redditi di capitale (dividendi e interessi). Nonostante la riduzione del campo di applicazione, l’esistenza della soglia di esenzione ha consentito - nell’esercizio 1996 - la non tassazione dei redditi di capitale per il 37 per cento dei contribuenti. In termini quantitativi i redditi esentati hanno rappresentato il 9,8 per cento di tutti i redditi di capitale. I dati sono tratti da CONSEIL DES IMPÔTS, *La fiscalité des revenus de l’épargne*.

Nel raffronto tra prodotti di risparmio gestito e prodotti assicurativi a contenuto finanziario, rimangono, nonostante la riforma introdotta con la legge finanziaria per il 1998, ancora alcuni vantaggi a favore del comparto assicurativo, fortemente sviluppato in Francia, tanto da frenare la nascita effettiva del segmento della previdenza integrativa attraverso i fondi pensione.

Sono ravvisabili numerosi esempi di esenzione totale per forme di investimento del risparmio a lungo termine. Nel corso degli anni il legislatore francese ha perseguito l'obiettivo di favorire gli impieghi del risparmio per durate vincolate, di norma superiori ad un periodo di cinque-otto anni. È questo il caso delle quote di FCPR (fondi che investono precipuamente in capitale di rischio), dei PEA (piani di accumulazione del risparmio con investimento in azioni), dei PEP (piani di risparmio popolare destinati alla previdenza individuale).

Più in generale, si può affermare che la Francia è un paese che ha adottato nell'ultimo decennio una politica di appesantimento della fiscalità del risparmio per gli investitori nazionali, condividendo invece, insieme con gli altri Stati, la strada dell'esenzione generale per i non residenti (1). Sul piano redistributivo, la tendenza in atto nella tassazione del risparmio vede una riduzione del grado di progressività del sistema impositivo per effetto della diffusione (dalla metà degli anni '90) dei prelievi di tipo proporzionale (2).

Come detto, è rilevante il ruolo degli intermediari bancari che, nelle forme del risparmio gestito, atteso il principio della trasparenza, presuppone una complessa attività di "riattribuzione" del risultato di gestione per singolo investitore. Il sistema francese si basa sul cd. *relevé de coupon*, una dichiarazione sistematica che gli intermediari devono produrre al Fisco sull'identità dei clienti e sul "montante" ad essi versato.

### 3.2 Il sistema lussemburghese

Il risparmio gestito ha trovato da sempre in Lussemburgo una piazza finanziaria caratterizzata da particolari "attenzioni" di carattere tributario, che si sostanziano prevalentemente in specifiche previsioni agevolative per gli investimenti effettuati da non residenti, in relazione anche alle caratteristiche geografiche del paese. Va sottolineato, d'altronde,

---

(1) Non va trascurata la circostanza che il sistema francese conosce una serie di prodotti finanziari che, pur non rientrando nel novero del risparmio gestito, godono di ampi regimi di esenzione e che condividono la caratteristica del "rapporto di lunga durata" tra il cliente e l'intermediario. Basti citare i *Plan d'épargne logement* (PEL) e i *Compte d'épargne logement* (CEL), forme di risparmio finalizzate alla concessione di prestiti per l'acquisto o la ristrutturazione di immobili, completamente esenti da tassazione (ad eccezione dei contributi di solidarietà). Questi investimenti, oltre agli interessi a tasso fisso per una durata sino a 10 anni, comportano anche la possibilità di ottenere il pagamento da parte della banca di un premio collegato al rimborso del prestito. Si tratta di prodotti complessi che hanno avuto particolare sviluppo nei periodi ad alta inflazione (1975-1983) perché consentivano al risparmiatore una gestione programmata dei flussi di cassa (uscite per il pagamento del mutuo garantite dalle entrate del risparmio). Nel tempo i PEL hanno continuato ad avere un successo enorme: secondo i dati della Banca di Francia nel 1997 l'ammontare della raccolta in PEL (1.060 miliardi di FF, 161 mld. di €) è più che raddoppiata rispetto al 1990 (448 mld. FF, 66 mld. €). Nonostante la crisi del mercato immobiliare che ha colpito anche la Francia, l'*exploit* dei PEL è da ricondurre all'andamento decrescente dei tassi e quindi alla possibilità di guadagno a rendimenti fissi per un lungo periodo. Altri prodotti soggetti ad un regime di esenzione completa sono i *Livret A* e *Livret du crédit mutuel* (*Livret bleu*), libretti di risparmio a tasso fisso (3,5% nel 1998), di durata illimitata, con limiti massimi di accumulazione e con disponibilità delle somme a vista, o i *Livret Jeune*, *Livret d'épargne populaire* (LEP), *Livret d'épargne entreprise*, *Compte de développement industriel* (CODEVI), altre forme di risparmio vincolato.

(2) CONSEIL DES IMPÔTS, *La fiscalité des revenus de l'épargne*.

come tale favore si affianchi ad altre misure fiscali incentivanti (1), che hanno reso il Lussemburgo una delle maggiori piazze finanziarie europee.

Agli OICR si applica, come in Francia e in Germania, il principio della trasparenza: i redditi distribuiti sono trattati diversamente a seconda che siano classificati come interessi e dividendi (tassati) o come *capital gains* (esenti). Infatti, per i residenti la tassazione del risparmio è caratterizzata, in Lussemburgo, dall'inclusione dei dividendi e degli interessi tra i redditi sottoposti a tassazione progressiva (2), mentre le plusvalenze, ad eccezione di quelle considerate speculative o realizzate su partecipazioni qualificate, sono esenti da imposte. Gli investitori non residenti che sottoscrivono quote di fondi lussemburghesi sono particolarmente favoriti: ad essi non si applicano nella generalità dei casi ritenute alla fonte sui proventi conseguiti attraverso OICR.

Deve essere sottolineato come i residenti lussemburghesi non abbiano vantaggi di tipo tributario (meccanismi di *tax deferral*, ecc.) che possano far preferire un investimento in OICR ad uno diretto in titoli, poiché gli OICR sono gravati da una tassa sul patrimonio gestito (*taxe d'abonnement*, pari allo 0,01%-0,06% del patrimonio).

È piuttosto l'organizzazione degli OICR (banca depositaria, società di gestione, fondo) che è influenzata dalla variabile fiscale, dato il *favor* (nella specie, esenzione dalle imposte dirette) che viene concesso alle società di gestione che amministrano un solo fondo. L'esenzione accordata a queste società viene utilizzata dai conglomerati finanziari internazionali che, insieme alle altre disposizioni agevolative presenti in Lussemburgo per i non residenti e alle norme sulla tassazione dei dividendi introdotte dalla direttiva "madrefiglia" per i paesi UE, godono di un regime fiscale del tutto "privilegiato". Gli utili provenienti dall'attività di gestione dei patrimoni dei fondi - incassati sotto forma di commissioni di gestione - sono infatti esenti (o quasi) da imposte sul reddito d'impresa in Lussemburgo e - più o meno completamente - non vengono tassati nemmeno in capo all'impresa controllante localizzata in un altro paese europeo.

Sulla base di queste considerazioni, i maggiori operatori finanziari hanno convenienza a costituire in questo paese società di gestione di fondi; ciò spiega perché l'ingente patrimonio gestito dagli OICR lussemburghesi proviene, per la gran parte, da investitori non residenti (3).

Un regime agevolativo è previsto per i proventi derivanti da contratti di assicurazione sulla vita, i quali sono esenti da imposte sul reddito se il contratto ha durata superiore ai dieci anni.

Gli intermediari lussemburghesi non sono gravati da particolari oneri di carattere tributario: essi non sono tenuti ad effettuare specifiche segnalazioni di carattere fiscale né all'Amministrazione finanziaria, né agli investitori. La normativa sul segreto bancario e sulla conseguente riservatezza nei confronti del Fisco è notoriamente assai rigida.

---

(1) È sufficiente ricordare, in proposito, le norme che prevedono una totale esenzione per i redditi conseguiti dalle società *holding*, se costituite secondo quanto previsto dalla legge del 1929 o sotto forma di SO.PAR.FI.

(2) L'imposta sul reddito delle persone fisiche prevede per l'anno 1998 un'aliquota minima del 6,15% per i redditi inferiori a 354.000 LUF (8.775 €), con un'esenzione dei primi 270.000 (6.693 €), ed un'aliquota massima del 47,15% per i redditi superiori a 2.640.000 LUF (65.444 €).

(3) Nel 1995, a fronte di un patrimonio gestito dai fondi lussemburghesi di 253 mld. di ECU, solo 5 mld. appartenevano a investitori residenti.

### 3.3 Il sistema tedesco

Il sistema tedesco si caratterizza, in generale, per la completa neutralità del trattamento fiscale delle attività finanziarie: è estraneo all'ordinamento tedesco l'utilizzo della leva fiscale per il sostegno di particolari forme di investimento, quale fattore condizionante le scelte allocative del risparmio.

Il quadro normativo di riferimento è stato interessato da rilevanti cambiamenti introdotti con la recente riforma fiscale, entrata in vigore nella primavera del 1999. Gli interventi, che hanno modificato, tra l'altro, l'imposta personale sulle persone fisiche (*Einkommensteuer*) e la disciplina dell'imposta societaria (*Körperschaftsteuer*), troveranno completa attuazione gradualmente. Alcune disposizioni sono entrate in vigore retroattivamente dal 1° gennaio 1999, altre sono state "scaglionate" nel tempo sino al 1° gennaio 2002. Relativamente alla tassazione dei redditi di capitale (interessi e dividendi) e delle plusvalenze per le persone fisiche, la recente riforma è improntata al rigore. Infatti, a fronte di un abbattimento graduale delle aliquote dell'imposta personale (*Einkommensteuer*), si rileva un ridimensionamento delle agevolazioni fiscali che prima riducevano il peso dell'imposizione personale progressiva (1).

Nell'industria del risparmio gestito, così come nei circuiti finanziari, è nota la posizione dominante delle banche, da cui derivano i conseguenti fenomeni di doppia intermediazione con gli investitori istituzionali. Le principali tipologie di fondi comuni sono riconducibili a: fondi comuni mobiliari di investimento aperti; fondi comuni mobiliari di investimento chiusi, istituiti a partire dal 1° aprile 1998 (2); *Spezialfonds*. Questi ultimi sono fondi speciali destinati alla gestione di patrimoni degli investitori istituzionali che si caratterizzano per le particolari restrizioni sul numero e sullo *status* giuridico dei sottoscrittori (3) nonché per la presenza di rappresentanti degli stessi nei comitati di gestione. Gli *Spezialfonds* gestiscono una quota estremamente elevata del totale del portafoglio in mano ai fondi (DM 400 mld. - 205 mld. € - nel 1996): essi costituiscono una forma delegata di gestione dei fondi pensione aziendali e delle disponibilità finanziarie delle imprese commerciali (4). In considerazione della loro peculiare natura (forma di investimento non destinata alle persone fisiche), gli *Spezialfonds* non sono oggetto della presente indagine.

Il regime tributario del risparmio gestito dai fondi aperti si basa - come in altri paesi, tra cui la Francia e il Lussemburgo - sul principio della trasparenza: il sistema non prevede infatti specifiche imposte a carico del fondo; i proventi derivanti dall'investimento vengono direttamente tassati in capo al sottoscrittore, perseguendo così l'obiettivo dell'indifferenza, sotto il profilo fiscale, tra le diverse tipologie di risparmio. Permangono peraltro alcune divergenze significative: ad esempio, ai *capital gains* realizzati dai fondi aperti non

---

(1) In estrema sintesi:

- a partire dal 1° gennaio 1999 è stato esteso da 6 mesi ad un anno il periodo minimo di detenzione delle attività finanziarie necessario per l'applicazione del regime di esenzione delle plusvalenze realizzate su partecipazioni non qualificate;
- con decorrenza 1° gennaio 1999 è stato ridotto - da "oltre il 25%" ad "almeno il 10%" - il limite massimo di partecipazioni detenibili in una società, oltre il quale le azioni detenute rivestono la qualifica di partecipazioni qualificate (la cui cessione determina l'applicazione della tassazione progressiva alle eventuali plusvalenze);
- a partire dal 1° gennaio 2000 è stato ridotto da 6.100 DM (3.119 €) a 3.100 DM (1.585 €) il *plafond* annuo di esenzione per i redditi di capitale previsto per ciascun contribuente.

(2) I fondi chiusi devono essere costituiti sotto forma di società di capitali. Conseguentemente, il regime fiscale applicabile è quello ordinariamente previsto per le società residenti.

(3) I sottoscrittori possono essere solo persone giuridiche e non possono superare il numero di 10.

(4) Si veda sul punto BANFI A., DI BATTISTA M.L., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*.

si applica, così come in Lussemburgo, la presunzione di intento speculativo (che fa scattare la conseguente imponibilità del provento) anche se la plusvalenza è realizzata su attività finanziarie detenute al di sotto della soglia temporale (di recente innalzata da sei mesi ad un anno). Di conseguenza, i *capital gains* conseguiti dai fondi sono esenti anche in capo al sottoscrittore. Tale circostanza costituisce, di fatto, un incentivo all'investimento attraverso le gestioni in monte.

Dato il principio di trasparenza adottato, il peso del Fisco sui proventi del risparmio è ricavabile dalla disciplina generale per la tassazione delle attività finanziarie per le persone fisiche, sia che queste ultime investano direttamente in titoli e in altri prodotti finanziari, sia che si rivolgano agli intermediari. La regola generale è l'applicazione del sistema di tassazione progressiva (*Einkommensteuer*) (1).

In Germania il risparmio, nelle sue diverse forme, viene incentivato attraverso il riconoscimento di una generale esenzione (*Freistellungsauftrag*) a favore degli investitori persone fisiche residenti. Tale esenzione riguarda gli interessi e i dividendi ma non anche le plusvalenze (di norma esenti). Non ci sono in Germania forme di imposizione cd. sostitutiva, largamente utilizzate nel nostro paese.

Anche in Germania è ampio il ricorso al sistema delle ritenute d'acconto. Tale sistema riguarda omogeneamente tutti gli interessi (da titoli di Stato, obbligazioni, depositi bancari) ai quali si applica l'aliquota del 31,65%. Si tratta di una ritenuta assai elevata - se si considerano quelle previste negli altri paesi del campione - la cui adozione è stata mitigata dall'introduzione di fasce di esenzione consistenti (2). Per i dividendi la ritenuta alla fonte è pari al 26,37%. Le ritenute si applicano sia agli investitori persone fisiche sia alle società.

Non vi è obbligo di applicazione della ritenuta per gli investimenti in titoli, inclusi quelli emessi in DM da emittenti tedeschi, depositati presso banche estere. I proventi derivanti da tali investimenti, pur non essendo soggetti a ritenuta, devono essere tassati ordinariamente in sede di dichiarazione annuale. Ciò determina, come ovvio, una spinta alla delocalizzazione del risparmio presso intermediari esteri o filiali estere di banche tedesche.

Relativamente al trattamento fiscale dei proventi conseguiti da residenti che investono in fondi esteri, non sembra che l'ordinamento tedesco abbia riservato un trattamento di favore ai fondi esteri rispetto ai quelli nazionali. Al contrario, trattamenti penalizzanti sono riservati per quei fondi esteri che non soddisfano determinati requisiti di "assimilabilità" ai fondi tedeschi.

Sotto il profilo delle imposte indirette applicabili alle transazioni l'ordinamento tedesco non prevede forme di prelievo rientranti nel genere delle *stamp duties*: dal 1991 è stata

---

(1) L'imposta sul reddito delle persone fisiche è strutturata con aliquote progressive per scaglioni; l'aliquota marginale minima è del 23,9% (l'aliquota decrescerà negli esercizi successivi, fino a raggiungere il 19,9% nel 2002), con un'esenzione per i redditi inferiori a 13.067 DM - 6.681 € (l'esenzione è elevata a 26.135 DM - 13.363 € - per i coniugi tassati congiuntamente; l'esenzione aumenterà negli esercizi successivi, fino a raggiungere 14.093 DM - 7.206 € - nel 2002). L'aliquota marginale massima è del 53% (l'aliquota decrescerà negli esercizi successivi, fino a raggiungere il 48,5% nel 2002) per i redditi che superano 120.041 DM - 61.376 € (240.083 DM - 122.752 € - per i coniugi tassati congiuntamente). Sull'imposta dovuta va calcolata una sovraimposta di solidarietà del 5,5%. Infine, è prevista una sovraimposta dell'8-9% se il contribuente è membro di una Chiesa.

(2) La stessa considerazione viene svolta da CAVALLARI F., *La tassazione delle rendite finanziarie*, che ricorda l'estrema sensibilità dei risparmiatori tedeschi verso il prelievo alla fonte, dimostrata particolarmente in passato (nel 1989), in occasione dell'introduzione della ritenuta alla fonte sugli interessi. La rilevante fuga di capitali nei paesi vicini indusse in un primo momento il legislatore ad abolire la ritenuta sugli interessi, poi reintrodotta dall'1.1.1993.

infatti abolita la tassa sui contratti di borsa per ogni tipo di operazione (per quelle poste in essere sia da soggetti residenti sia da non residenti). Il regime IVA, che recepisce la normativa comunitaria, prevede, con qualche eccezione, l'esenzione per i servizi finanziari.

In Germania non è ravvisabile un particolare favore per i prodotti offerti dal settore assicurativo. Relativamente alle assicurazioni-vita, l'ordinamento tedesco adotta gli strumenti ordinari di favore, quali: agevolazioni nella tassazione delle prestazioni ricevute dall'assicurato e deducibilità dei premi corrisposti (limitatamente alla capienza del *plafond* annuo a disposizione del contribuente). L'applicazione di tali agevolazioni varia a seconda che vengano o meno rispettati specifici vincoli relativi a determinate variabili rilevanti, quali: la durata del contratto (minimo 12 anni); la periodicità nell'erogazione delle prestazioni da parte della compagnia di assicurazione (capitale unico o rendita); la corresponsione, da parte dell'assicurato, di un premio unico o di premi periodici.

Sul piano degli adempimenti di natura fiscale a carico degli intermediari bancari, gli operatori svolgono l'attività di prelievo delle ritenute all'atto del pagamento di proventi alla clientela in determinate circostanze (ad esempio, nel caso di corresponsione, a soggetti residenti, di interessi derivanti da titoli obbligazionari). Nel caso di distribuzione di dividendi da parte di società tedesche, la ritenuta viene applicata invece direttamente dall'emittente. A differenza di quanto avviene in Italia e in Francia, le banche non hanno particolari obblighi di segnalazione alle autorità fiscali. Fa eccezione a tale principio l'obbligo di segnalazione all'Amministrazione finanziaria del *plafond* di esenzione sui proventi da attività finanziarie comunicato dal contribuente alla banca.

### 3.4 Il sistema inglese

Nell'ordinamento inglese la tassazione del risparmio si presenta - sul piano formale - relativamente neutrale rispetto alla scelta fra investimento diretto e investimento attraverso le gestioni. Tutti i redditi finanziari, infatti, sono assoggettati a tassazione personale progressiva (ovvero alla *Capital Gains Tax* nel caso di plusvalenze), indipendentemente dalla fonte da cui derivano.

Come negli altri paesi del campione, non esistono regole fiscali specifiche per le gestioni patrimoniali: i proventi delle GPM ricadono nella disciplina generale riservata ai redditi finanziari. Questa si basa per le persone fisiche residenti sull'inclusione degli interessi e dei dividendi nell'imponibile dell'imposta personale progressiva. Peraltro, a differenza che in passato, attualmente entrambe le tipologie di proventi sono assoggettate a tassazione secondo aliquote diverse da quelle generali dettate per l'imposta personale: 10%-32,5% per i dividendi e 20%-40% per gli interessi (1). Gli interessi vengono inoltre assoggettati ad una ritenuta alla fonte a titolo di acconto, con l'aliquota del 20%.

---

(1) Le aliquote generali dell'imposta sul reddito delle persone fisiche per l'anno d'imposta 1998/99 che, come ricordato nel testo, non trovano applicazione relativamente ai redditi da attività finanziarie, sono: 20% (aliquota minima) sulle prime Lst. 4.300 (6.544 €); 23% (aliquota base) per i redditi fino a Lst. 27.100 (41.242 €); 40% (aliquota massima) sul reddito che eccede Lst. 27.100. La legge finanziaria per l'esercizio 1999/2000 ha modificato aliquote e scaglioni dell'imposta sul reddito come segue: 10% sulle prime 1.500 Lst. (2.283 €) di reddito; 23% per i redditi fino a Lst. 28.000 (42.611 €); 40% per i redditi oltre Lst. 28.000. Lo stesso provvedimento ha stabilito che, con decorrenza dall'esercizio 2000-2001, l'aliquota base del 23% passerà al 22% (cfr. *H. M. Treasury Budget 99*).

Di rilievo è che nel Regno Unito, a differenza degli altri paesi, non è prevista nessuna ritenuta alla fonte sui dividendi; al percettore è riconosciuto un credito d'imposta nozionale del 10%.

I redditi di fonte estera (dividendi e interessi), inclusi nel reddito imponibile del contribuente in base al noto principio del *world wide income*, sono, come in Italia, assoggettati ad una "ritenuta d'ingresso" (pari al 20%) in tutti i casi in cui siano percepiti tramite intermediari residenti. L'intermediario ha la facoltà, previo accordo con l'Amministrazione finanziaria (*Inland Revenue*), di dedurre dalla ritenuta applicata l'imposta pagata all'estero.

Le plusvalenze sono soggette ad uno specifico prelievo, la *Capital Gains Tax*, applicato con le aliquote per la tassazione degli interessi. Sono tuttavia esenti le plusvalenze che non superano una data soglia, rivista anno per anno; eccezione di rilievo al principio di generale imponibilità delle plusvalenze è l'esclusione dalla CGT dei *capital gains* su titoli di Stato e su obbligazioni di società residenti.

La tassazione dei fondi comuni di investimento dipende dalla tipologia dell'OICR, assai varia in Regno Unito: gli organismi di investimento collettivo operanti nel Regno Unito sono riconducibili alle macrocategorie degli *Unit Trusts*, delle *Investment Companies*, e delle *Open Ended Investment Companies (OEICs)* (1). È rilevante, nella tassonomia degli OICR, che le ITC non sono conformi alla Direttiva UCITS; ciò ha sollevato una serie di ostacoli alla commercializzazione in altri paesi dell'Unione Europea, anche di natura fiscale. Dal momento che, a differenza di altre tipologie di organismi di investimento, le ITC non hanno specifici vincoli sul livello di indebitamento, esse possono conseguire una notevole riduzione del carico fiscale (imposta societaria) attraverso la deduzione degli interessi passivi. In tal modo, il trattamento fiscale si traduce in un'alterazione delle condizioni concorrenziali rispetto agli altri OICR, soprattutto per quelli residenti in altri paesi UE.

In generale, il sistema di tassazione dei fondi si basa sullo schema previsto per le società: pertanto, in linea di massima, i proventi conseguiti nell'ambito delle gestioni collettive vengono tassati dapprima in capo all'organismo di investimento (mediante la *Corporation Tax*) e, successivamente (in sede di distribuzione o di capitalizzazione), in capo al

---

(1) Si descrivono di seguito le specifiche caratteristiche delle singole categorie di OICR.

- *Unit Trusts*: organismi di investimento collettivo di tipo aperto, privi di personalità giuridica, con quote di sottoscrizione negoziate in base ad un valore proporzionale a quello del fondo. Esistono diverse tipologie di *Unit Trusts*: la più diffusa tra il pubblico dei risparmiatori privati è quella degli *Unit Trusts* autorizzati al collocamento presso il pubblico ai sensi del *Financial Services Act* del 1986 (*Authorised Unit Trusts - AUTs*). Gli *Unit Trusts* non autorizzati al collocamento presso il pubblico (*Unauthorised Unit Trusts - UUT*) sono invece utilizzati in prevalenza da investitori istituzionali esenti da tassazione (ad es., fondi pensione e istituti di beneficenza) come veicoli per l'effettuazione di investimenti in pool.
- *Investment Trust Companies (ITCs)*: società di investimento "chiuse" (con capitale fisso); le azioni sono quotate in borsa e il loro prezzo è determinato dal mercato, in genere in misura inferiore rispetto al valore contabile (quotazione "a sconto"). Al fine di ottenere il particolare *status* fiscale che consegue all'"approvazione" da parte dell'*Inland Revenue*, le società di investimento devono rispettare determinati requisiti. Le ITC rappresentano un veicolo d'investimento utilizzato prevalentemente da investitori istituzionali o risparmiatori individuali particolarmente sofisticati.
- *Open Ended Investment Companies (OEICs)*: società di investimento a capitale variabile. Questa tipologia di OICR, da tempo diffusa in altri paesi europei (Francia, Lussemburgo), è stata introdotta nel Regno Unito a partire dal 1997. Particolare rilievo assume la possibilità di costituire OEICs "a ombrello", ossia OEICs i cui investimenti sono suddivisi in gruppi omogenei di attività finanziarie (più fondi facenti capo ad un medesimo soggetto). In considerazione della loro più stretta analogia a strumenti già ampiamente diffusi nell'Europa continentale e del trattamento fiscale relativamente neutrale, le OEICs sono state considerate dall'industria del risparmio gestito inglese soprattutto come uno strumento per conseguire una maggiore diffusione dei propri prodotti presso gli investitori esteri.

sottoscrittore, secondo il regime previsto per i dividendi (tassazione progressiva con aliquote speciali). Nella sostanza tale meccanismo conduce però a risultati analoghi a quelli che in altri ordinamenti (Francia, Germania) si conseguono attraverso sistemi di “trasparenza” fiscale.

La regola di tassazione in capo al fondo trova eccezione per dividendi e plusvalenze. Entrambe le tipologie di proventi non vengono infatti tassate in capo al fondo, ma soltanto in capo all’investitore. Per i dividendi la tassazione ha luogo all’atto della distribuzione o capitalizzazione e comporta il riconoscimento del credito d’imposta al sottoscrittore. Le plusvalenze vengono tassate (con la *Capital Gains Tax* - CGT) esclusivamente al momento del realizzo mediante cessione o riscatto delle quote o azioni da parte dell’investitore. In definitiva, i fondi, pur soggetti alla tassazione societaria, non scontano tale forma di imposizione su dividendi e plusvalenze.

L’effetto di *tax deferral* connesso con la tassazione delle plusvalenze conseguite dal fondo solo in sede di riscatto o cessione delle quote comporta frequenti tentativi - da parte dei fondi - di trasformare redditi soggetti alla *Income Tax* (interessi e dividendi) in plusvalenze. Sul fronte interno il fenomeno, contrastato dall’Amministrazione finanziaria, è fonte di un rilevante contenzioso fiscale. Sul piano internazionale, esso ha dato luogo all’introduzione di disposizioni antielusive - la cd. “*off-shore funds legislation*” - volte ad evitare il continuo differimento della tassazione da parte degli investitori residenti nel Regno Unito, attuato mediante la sottoscrizione di quote di fondi esteri che perseguono una politica di mero accumulo dei proventi.

I fondi inglesi hanno in passato goduto di un vantaggio competitivo rispetto a quelli esteri, grazie all’effetto combinato delle norme sulla tassazione dei fondi esteri e del meccanismo del cd. “dividendo di fonte estera” (*Foreign Income Dividend* - FID), introdotto nel 1994 per consentire alle società con utili costituiti prevalentemente da redditi di fonte estera la distribuzione di dividendi senza pagamento di *Advance Corporation Tax* - ACT (cfr. *Appendice I*). Le modifiche legislative entrate in vigore con effetto dal periodo d’imposta 1999/2000 (tra le quali è ricompresa l’abolizione del meccanismo del FID) hanno determinato un’attenuazione di tale vantaggio competitivo: ciò spiega perché l’associazione inglese di categoria del settore (AUTIF) abbia chiesto l’introduzione di un regime fiscale specifico per gli OICR, in luogo di quello generale previsto per le società.

Accanto alle norme in materia di imposizione diretta, sussistono per i fondi e i relativi sottoscrittori specifiche regole di imposizione indiretta. Il Regno Unito è infatti tra i paesi dell’Unione che prevedono ancora forme di tassazione sulle negoziazioni, anche se, come in Italia, le esenzioni sembrano superare i casi di applicazione del tributo.

Nell’ambito delle esenzioni relative alla *stamp duty* ricade appunto la sottoscrizione e il riacquisto di quote di OICR di diritto britannico; viceversa la tassa si applica (con l’aliquota dello 0,5%) alle negoziazioni di quote dei fondi fra investitori. Infine, al di là delle esenzioni di carattere generale (per le negoziazioni in titoli di Stato e obbligazioni), le transazioni poste in essere dai fondi nella loro attività di investimento sono soggette alla tassa (sempre nella misura dello 0,5% del valore della transazione) (1).

Le commissioni percepite dagli *Authorised Unit Trusts* sono esenti da IVA; viceversa, per le *Investment Trust Companies* e gli *Unauthorized Unit Trusts* tali commissioni sono assoggettate ad IVA con aliquota ordinaria (attualmente, 17,5%).

---

(1) Nella legge finanziaria per il 1999/2000, il Governo Blair ha annunciato la sostituzione - a partire dal mese di ottobre 1999 - della tassa sui contratti di borsa (*stamp duty*) con un nuovo regime impositivo per le transazioni in valori mobiliari poste in essere dagli OICR.

La legislazione fiscale inglese ha favorito in passato (e, in parte, favorisce ancora oggi) il settore assicurativo, attraverso la deducibilità dei premi versati dal reddito imponibile ai fini dell'imposta personale e la non tassabilità delle prestazioni erogate sotto forma di capitali. Le agevolazioni fiscali hanno contribuito a far sì che le polizze assicurative, unitamente ai fondi pensione (anch'essi assistiti da consistenti agevolazioni fiscali, specie dopo la riforma del sistema previdenziale del 1986), arrivassero a rappresentare la quota più significativa degli investimenti finanziari delle famiglie (1). Un ulteriore sviluppo di queste forme di investimento, soprattutto nel settore previdenziale, dovrebbe conseguire all'attuazione delle proposte di riforma del sistema pensionistico presentate dal Governo Blair a fine '98, che mirano a rendere accessibile il comparto della previdenza integrativa anche ai lavoratori con redditi medio-bassi attraverso la riduzione dei costi amministrativi e l'aumento della trasparenza nel settore (2).

Per i percettori di redditi medio-alti è prevista l'introduzione dei cd. LISA (*Lifetime Individual Savings Account*). Si tratta di un veicolo per la costituzione della pensione attraverso l'utilizzo di fondi comuni di investimento chiusi o aperti nonché di altri strumenti finanziari. I LISA consentirebbero il trasferimento della pensione da un gestore ad un altro senza particolari penalizzazioni; il trattamento fiscale sarebbe quello attualmente previsto per le pensioni (3).

La ricognizione del quadro normativo regolante la tassazione dei redditi finanziari non può prescindere dalle ampie agevolazioni fiscali che - in analogia a quanto accade, ad esempio, in Francia - sono destinate a particolari strumenti di investimento, delineati come piani di investimento individuali. Tali strumenti, nell'ambito dei quali possono coesistere investimenti diretti e forme di risparmio gestito, godono di notevole diffusione presso il pubblico dei risparmiatori e, pertanto, si traducono in un sostanziale margine di esenzione fiscale. Le agevolazioni - che consistono nell'esenzione da imposta sul reddito e dalla CGT dei proventi conseguiti, subordinatamente al rispetto di date condizioni relative alla natura, alla durata, ovvero ad altri aspetti degli investimenti effettuati - sono state via via modulate in maniera diversa, al fine di rendere il sistema di tassazione il più possibile aderente alle esigenze del mercato finanziario. I singoli strumenti, riservati in genere ai soli risparmiatori residenti, hanno avuto, a seconda dei casi, lo scopo di favorire particolari categorie di intermediari o specifici comparti del mercato finanziario (come l'investimento in azioni delle società residenti derivanti dai processi di privatizzazione da parte dei piccoli risparmiatori attraverso i *Personal Equity Plans*), ovvero di promuovere una maggiore propensione al risparmio (è questo il caso degli *Individual Savings Accounts*).

In definitiva, si può affermare che nel Regno Unito l'osmosi tra i circuiti finanziari (degli intermediari operanti nel comparto del risparmio gestito, previdenziale e assicurati-

---

(1) Già nel 1995 gli investimenti in fondi pensione e polizze assicurative rappresentavano il 46,5% degli investimenti finanziari delle famiglie del Regno Unito, contro il 5,8% dei fondi comuni (ALWORTH J.S., *The Taxation of Institutional Investors in the European Union: the peculiar treatment of UCITs*).

(2) Nel *Green Paper* pubblicato nel mese di dicembre 1998 il Governo Blair ha delineato gli elementi costitutivi del nuovo sistema previdenziale britannico. In base alle ipotesi di riforma, ferma restando la pensione statale di base (il cd. "primo livello"), le attuali componenti del cd. "secondo livello" di pensione (i SERPS, di matrice pubblica, e le pensioni aziendali) verrebbero sostituite da: una nuova seconda pensione statale, più consistente di quella attuale e destinata ai percettori di redditi bassi; i cd. *stakeholder pension schemes*, piani pensionistici privati destinati ai percettori di redditi medi (tra le 9.000 e le 20.000 sterline - 13.697 e 30.437 € - annue), particolarmente nel settore del lavoro autonomo e dei lavoratori dipendenti con alta propensione alla mobilità. Quest'ultima forma pensionistica sarebbe assistita da agevolazioni fiscali.

(3) Department of Social Security Green Paper, *A new contract for welfare: partnership in pensions*.

vo) è stata fortemente favorita anche attraverso la leva fiscale. Attraverso misure agevolative (esenzione) a favore di “pacchetti combinati” di strumenti finanziari è oggi difficile individuare tra i tre comparti (risparmio gestito, previdenza e assicurazioni) quello maggiormente favorito. Più in generale è sostenibile che nel suo *tax design* il sistema inglese sia sempre più orientato a favorire il risparmio a lungo termine (prescindendo dalle forme tecniche in cui questo è vincolato). Questo orientamento contribuisce allo sviluppo dell’industria finanziaria nel suo complesso.

A fronte del *favor* allo sviluppo del risparmio “intermediato”, il ruolo degli intermediari nella tassazione dei proventi finanziari appare significativo: in particolare, ad essi fanno carico sia obblighi inerenti all’applicazione dei prelievi alla fonte (in tutti i casi in cui intervengano nel pagamento di interessi o altri proventi soggetti a ritenuta), sia obblighi di carattere amministrativo (rilascio di certificazioni agli investitori e dichiarazioni all’Amministrazione finanziaria). Nel Regno Unito non è peraltro previsto a carico degli intermediari alcun obbligo di segnalazione nominativa dei percettori di redditi finanziari, con la sola eccezione dei detentori di piani di investimento individuali (PEP, ISA).

## 4. LA RIFORMA ITALIANA NEL CONTESTO EUROPEO

### 4.1 La piazza finanziaria italiana: il ruolo della fiscalità nell'industria del risparmio gestito

Da tutte le considerazioni svolte in precedenza riesce facile comprendere come l'esame dei punti di forza e di debolezza del nuovo sistema fiscale non possa essere affrontato in senso assoluto, senza cioè considerare le specifiche prerogative dei diversi portatori di interessi. Un'analisi "costi/benefici" presuppone l'indicazione dei punti focali che possono essere: il mercato, gli intermediari, gli investitori finali, lo Stato impositore. Gli interessi da questi espressi sono - come ovvio - strettamente interconnessi. Le considerazioni che seguono prescindono dalla valutazione dei riflessi della riforma sulle entrate erariali, e si incentrano soprattutto sulle scelte di convenienza dei risparmiatori italiani (§ 4.1.1) e degli investitori esteri (§ 4.1.2).

L'obiettivo di fondo è quello di verificare se la piazza finanziaria italiana sia, con riferimento al quadro normativo fiscale, competitiva rispetto a quelle degli altri paesi europei. L'interesse su questo tema è particolarmente avvertito in Italia: ne è prova l'analisi svolta, anche sui profili fiscali, dal Comitato d'indirizzo strategico, costituito dal Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica (1).

#### 4.1.1 *Il risparmio "endogeno": gli investimenti finanziari dei residenti*

Si è detto (§ 2.1) che dal lato del risparmiatore individuale, il sistema italiano di tassazione delle gestioni presenta, nel confronto con gli altri paesi dell'indagine, il più elevato grado di semplicità applicativa. Il *burden of compliance* non costituisce quindi un fattore che possa contribuire allo "sradicamento" del risparmio degli investitori individuali dalla piazza finanziaria italiana.

Ad analoghe conclusioni si giunge se si considerano le esigenze di anonimato e il peso della tassazione sul risparmio. L'anonimato nelle gestioni costituisce la contropartita della imposizione generalizzata alla fonte. D'altro canto, la misura del prelievo è - nel confronto con gli altri paesi europei - assai ridotta: un'aliquota del 12,5% non è riscontrabile in nessuno dei quattro paesi europei considerati. Vero è che all'estero le soglie di esenzione e le franchigie consentono la non tassazione di una quota rilevante dei proventi del risparmio delle famiglie: se si considerano però gli investitori con fasce di reddito più elevate, la misura del prelievo a carico degli italiani è sicuramente inferiore.

Piuttosto, ciò che potrebbe indurre i soggetti diversi dalle imprese ad investire in prodotti esteri è la circostanza che alcuni guadagni, *in primis* le plusvalenze, non sono sempre colpiti all'estero dal prelievo fiscale. Peraltro, i redditi finanziari di fonte estera delle persone fisiche residenti sono soggetti alla "ritenuta d'ingresso": essa colpisce anche i proventi derivanti dai fondi comunitari. Con la riforma, tale meccanismo è stato rivisitato: per eliminare i possibili effetti del differimento del prelievo all'atto del realizzo (e non alla

---

(1) I lavori del Comitato sono riportati in MINISTERO DEL TESORO, *Il futuro della Piazza Finanziaria Italiana*.

semplice maturazione, come per i fondi italiani), su tali redditi viene ora applicato l'equalizzatore.

In linea teorica, dunque, per i risparmiatori italiani l'investimento all'estero in prodotti del risparmio gestito non presenta particolari vantaggi sotto il profilo fiscale, se si escludono le ipotesi di comportamenti improntati all'evasione. In tal senso, è ravvisabile l'attuazione del principio teorico della *capital export neutrality*, in forza del quale è neutrale investire in attività nazionali o estere. È però evidente che il sistema della ritenuta d'ingresso funziona se si verifica un presupposto elementare: è necessario che i proventi finanziari, una volta percepiti all'estero, siano "rimpatriati" attraverso il circuito finanziario nazionale (1).

Nello scenario europeo, in cui si stanno assottigliando i tempi e i costi di transazione delle operazioni *cross-border* e viene sempre più uniformandosi - grazie all'omogeneità conseguita nei presidi di vigilanza - il grado di "affidabilità" tra intermediari esteri e nazionali, i vantaggi (soprattutto in termini di *tax deferral*) derivanti dal mancato allineamento dei sistemi impositivi nei diversi paesi possono condizionare in misura crescente le scelte allocative del risparmio. La maggiore confrontabilità dei rendimenti dei prodotti finanziari derivante dall'adozione dell'euro e dall'utilizzo, nell'offerta anche in Italia di prodotti del risparmio gestito, di *benchmark* quali strumenti sintetici di informativa alla clientela, condurrà ad un aumento dell'elasticità della domanda da parte degli investitori rispetto ai rendimenti (2).

In pratica, il risparmiatore italiano, pur consapevole di scontare l'imposta al momento del rientro dei guadagni conseguiti all'estero, può veder crescere il proprio capitale (lordo) in misura più elevata rispetto al corrispondente investimento in Italia. Come è evidenziato nella rappresentazione grafica in *Appendice II* (in cui non si tiene peraltro conto degli effetti dell'equalizzatore), il *tax deferral* incide maggiormente sui portafogli finanziari al crescere dei rendimenti: pertanto, la competizione tra fondi italiani ed esteri interesserà soprattutto il segmento dell'offerta con più elevate *performance* (tendenzialmente, i fondi azionari).

I vantaggi del differimento di imposta potranno essere neutralizzati con l'applicazione dell'equalizzatore (3), che si traduce di fatto in un aggravio di imposta nel momento in cui viene applicata la cd. ritenuta d'ingresso (al pagamento da parte della banca italiana dei proventi distribuiti dal fondo estero o all'atto della cessione della quota). È evidente che l'efficacia dell'equalizzatore è strettamente connessa con il grado di correlazione tra i parametri che verranno presi a riferimento (tassi di rendimento dei titoli di Stato, quotazioni dei titoli negoziati in mercati regolamentati, ecc.) e l'andamento dei prezzi delle attività finanziarie oggetto di tassazione: è rimesso all'Amministrazione finanziaria il compito di individuare regole di equalizzazione di non complessa applicazione che assicurino, nel contempo, il giusto grado di efficacia dello strumento.

---

(1) La necessità che nell'applicazione della "ritenuta all'ingresso" intervenga un intermediario residente (o un rappresentante fiscale di un intermediario non residente) nasce dai limiti territoriali della sovranità fiscale di un paese: l'Amministrazione fiscale italiana non può imporre obblighi di esazione (tecnicamente, di "sostituzione tributaria") a soggetti non residenti.

(2) Le medesime preoccupazioni sono state segnalate di recente da ASSOGESTIONI, *Relazione per il 1998*.

(3) Al Ministero delle finanze è demandato il compito di fissare il parametro da applicare per la rettifica dei proventi tassati "al realizzo". Questo parametro non è stato ancora stabilito. Il "secondo correttivo" apporta alcune modifiche in materia: si prevede che il Dicastero sia supportato da un apposito "organo tecnico" nella definizione dei fattori di rettifica, che dovranno tenere conto, oltreché del periodo di possesso dei titoli e del momento di pagamento dell'imposta, anche di eventuali variazioni delle aliquote.

Rimarrà peraltro, anche in vigenza dell'equalizzatore, l'effetto di *optical illusion* derivante dal confronto tra rendimenti (lordi) degli investimenti in fondi esteri e quelli già netti nei fondi italiani, che potrà comunque condizionare i risparmiatori italiani (1).

La redditività degli investimenti sarà condizionata dalle divergenze impositive sussistenti in Europa nella tassazione dei proventi dei fondi. Non è indifferente per gli investitori esteri la circostanza che all'estero i fondi non siano autonomi soggetti d'imposta. In linea teorica, nel caso di fondi a capitalizzazione la cui redditività sia basata essenzialmente su guadagni di capitale, e prescindendo dagli altri oneri richiesti per lo svolgimento di operazioni *cross-border* (ad es. per lo spostamento all'estero della provvista), la convenienza per le persone fisiche non residenti ad investire in fondi a capitalizzazione, ad es. francesi o tedeschi, può essere, a parità di rendimenti lordi, maggiore rispetto all'investimento in fondi italiani.

Non meno importante per i riflessi sulla redditività degli investimenti finanziari è la diversa imposizione che colpisce gli intermediari finanziari: le scelte degli investitori possono essere influenzate - *ceteris paribus* - dalla volontà degli intermediari di cogliere le opportunità offerte dal minor carico impositivo che in alcuni ordinamenti grava sulle società di gestione o sulle imprese di investimento (2). La non omogeneità del trattamento fiscale dal lato delle imposte societarie a carico degli operatori è causa di delocalizzazioni strutturali. I vantaggi fiscali conseguiti dagli operatori si possono riflettere sul *pricing* (in termini di *total shareholder costs*) dei prodotti offerti alla clientela.

È il caso, ad esempio, del Lussemburgo che esenta i redditi delle società di gestione "monofondo": ciò spiega come mai in passato - ed ancora oggi - intermediari appartenenti a paesi diversi abbiano deciso di localizzare fiscalmente la società di gestione in questo Stato, pur offrendo i prodotti finanziari sul proprio mercato nazionale e su quello degli altri paesi. La non tassazione in Lussemburgo degli utili conseguiti dalla società di gestione e l'esenzione pressoché totale (95%) in Italia dalle imposte societarie sui dividendi "comunitari" di fonte estera (in virtù della Direttiva CEE madre-figlia) abbattano il carico fiscale dei soci della società di gestione (ad es. la banca italiana controllante la società di gestione). Le politiche di offerta dei prodotti possono pertanto essere più competitive (3).

Un'altra area in cui si è soliti intravedere fattori di "distrazione" del risparmio nazionale verso forme di investimento finanziario all'estero, e che può incidere anche sullo svi-

---

(1) Sul punto si veda PONTOLILLO V., *La tassazione del risparmio e l'integrazione monetaria europea*. Sull'esigenza di una "lordizzazione" dei rendimenti dei fondi comuni per la valutazione delle *performance*, si veda CORNELLI F., *L'interferenza fiscale nell'uso dei benchmark e dell'indice di Sharpe*.

(2) In tal senso ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*.

(3) Un altro esempio all'interno dell'Europa è riscontrabile - come noto - in Irlanda, dove il basso livello di tassazione applicabile alle società finanziarie insediate nell'"*International Financial Services Centre*" di Dublino ha costituito una forte attrattiva nelle scelte strategiche delle imprese. Alcune tipologie di fondi comuni insediati a Dublino sono esenti da imposte, mentre le società di gestione scontano un'aliquota societaria pari al 10%, con ulteriori vantaggi in termini di deducibilità dei costi (di impianto) nonché degli interessi passivi corrisposti alla casa madre. Anche sui proventi finanziari trasferiti dalle "*branches*" o dalle filiazioni insediate in Irlanda alla casa madre italiana si applica l'esenzione del 95% (solo il 5% è sottoposto a IRPEG). Le agevolazioni fiscali per le attività svolte nelle zone dell'IFSC, che hanno carattere temporaneo (essendo ammesse fino al 2005), sono state oggetto di uno specifico accordo tra l'Irlanda e la Commissione europea. A seguito dell'approvazione a livello europeo del "codice di condotta sulla tassazione delle imprese" l'Irlanda ha intrapreso la strada di una riduzione generalizzata dell'aliquota societaria al 12,5%. Tale riduzione, che dovrebbe aver luogo a partire dal 2003, in quanto riguardante tutte le imprese non configura ipotesi di *harmful tax competition* come definite dal "codice di condotta".

luppo dell'industria del risparmio gestito in Italia, è la tassazione del comparto delle attività a breve e dei depositi bancari, colpiti da un prelievo del 27% (1).

Per le persone fisiche sembrerebbe potersi escludere che la misura di questo prelievo sia tra le cause che spingono ad uno spostamento all'estero dei depositi bancari. Ciò in relazione alle caratteristiche dei depositi in Italia (giacenza media, tasso di remunerazione) rispetto a quelli degli altri paesi, nonché per la rilevanza della "fisicità" e della "vicinanza territoriale" dello sportello bancario che ancora caratterizza le relazioni con la clientela nel segmento *retail*.

Diverse considerazioni valgono per le imprese, più sensibili ai costi opportunità della gestione di tesoreria. Il crescente utilizzo di operazioni p/t e di strumenti derivati (i cui guadagni non vengono assoggettati a prelievo alla fonte per le imprese) testimoniano come le imprese già ricorrano a strumenti sui quali non pesa più la ritenuta (seppure d'acconto) alla fonte. Sembrano dunque altri i fattori che possono incidere sullo spostamento della gestione della tesoreria delle imprese italiane all'estero, tra i quali ad es. il *mispricing* nei prestiti bancari alle piccole imprese e, più in generale, la complessiva pressione fiscale gravante sulle società italiane. Nel comparto dei gruppi industriali lo spostamento dell'attività della tesoreria all'estero è da tempo influenzato da motivazioni di *tax planning*, volte a sfruttare le agevolazioni fiscali che in alcuni centri europei (Belgio, Lussemburgo, Olanda) abbattano il carico impositivo delle società finanziarie.

Con riferimento alla tassazione dei singoli *assets*, non vi è dubbio che l'aliquota del 27% abbia determinato l'ingente flessione negativa per alcuni strumenti, quali i certificati di deposito. Problemi di natura fiscale si profilano su altri segmenti innovativi del mercato finanziario: è il caso ad es. delle recenti emissioni di *reverse convertible bonds* (obbligazioni convertibili in azioni, su opzione dell'emittente), che rischiano, in assenza di espressi orientamenti dell'Amministrazione finanziaria, di essere assoggettati - come "titoli atipici" - alla ritenuta del 27%, a prescindere dalla durata. È questo il caso anche di altri prestiti strutturati, quali le *credit-linked notes*, che, pur corrispondendo sul piano economico alla combinazione di un prodotto tradizionale (l'obbligazione) e di un derivato, potrebbero essere ricomprese ai fini fiscali nell'area dell'"atipico". La conseguenza immediata è l'applicazione di un regime penalizzante (27%) in luogo del possibile livello standard (12,5%) di tassazione, applicabile invece nel caso di scomposizione del titolo. Questi effetti verrebbero eliminati se prevalesse anche nel nostro sistema il principio della sostanza sulla forma. Si vengono così paradossalmente a creare le premesse per l'insorgenza sul mercato di ingiustificate asimmetrie impositive, in contrasto con il principio della neutralità del prelievo, obiettivo centrale dell'ultima riforma.

L'introduzione di un'aliquota unica, obiettivo più volte dichiarato anche dall'Esecutivo, risolverebbe alla radice le residue distorsioni fiscali e contribuirebbe a ridurre il "clima di sfavore" alla diffusione tra i risparmiatori privati di prodotti innovativi, già utilizzati sugli altri mercati europei. L'emissione di tali prodotti, attualmente delocalizzata all'estero, potrebbe riconvergere verso la nostra piazza finanziaria.

Un altro punto oggetto di attenzione nella disamina dei fattori che possono spingere il risparmio nazionale all'estero è l'adeguatezza dei controlli del Fisco per contrastare i fenomeni di evasione fiscale. Lo strumentario è tuttora in fase di definizione. Attualmente,

---

(1) Mentre le persone fisiche e i soggetti equiparati scontano il prelievo a titolo d'imposta, per le imprese la ritenuta è a titolo d'acconto. I fondi hanno particolari regole per la liquidità presso le banche (non subiscono la ritenuta del 27% se la giacenza media dei depositi non supera il 5% dell'attivo).

il sistema si basa sia su obblighi di rilevazione e segnalazione dei trasferimenti di capitali (superiori a 20 mln. di lire) da e verso l'estero riguardanti le persone fisiche, sia su obblighi di dichiarazione a carico del contribuente, sia, infine, sullo scambio di informazioni tra le Amministrazioni fiscali dei diversi paesi.

Dal mese di giugno 1997 è stato soppresso l'obbligo di canalizzazione verso il sistema bancario e sostituito con il pieno principio della libertà di transazione, imponendosi solo l'obbligo di dichiarazione all'UIC (1). Nel caso di trasferimenti attraverso intermediari residenti, l'obbligo di rilevazione e di segnalazione all'Amministrazione fiscale è a carico degli stessi operatori: ma dal 1° luglio 1998 sono espressamente esclusi dall'obbligo di rilevazione a fini fiscali i trasferimenti di capitale da e verso l'estero effettuati dagli intermediari nell'ambito delle gestioni (2).

I dati a disposizione del Fisco sono utilizzabili ai fini della verifica delle dichiarazioni dei redditi, attraverso gli "incroci". Le persone fisiche ed i soggetti equiparati sono tenuti ad indicare infatti nella dichiarazione dei redditi la consistenza degli investimenti all'estero e delle attività estere di natura finanziaria se di valore superiore ai 20 milioni (dichiarazione delle consistenze) nonché i trasferimenti di danaro, titoli e valori mobiliari da e verso l'estero effettuati nel corso dell'anno (dichiarazione dei flussi).

Sono esclusi dagli obblighi di dichiarazione (sia delle consistenze sia dei flussi) gli investimenti finanziari all'estero effettuati attraverso l'intervento di intermediari residenti. Con riferimento ai redditi soggetti a ritenuta di ingresso in Italia, la riforma entrata in vigore dal 1998 ha chiarito che l'esonero dall'obbligo della dichiarazione vale anche se il prelievo non sia stato in concreto effettuato, nel presupposto che sarà l'intermediario a curare poi l'incasso dell'imposta dovuta (3).

Tale chiarimento semplifica notevolmente gli oneri del contribuente sui redditi di fonte estera: nel nuovo quadro normativo il risparmiatore è completamente estraneo agli adempimenti dichiarativi per i proventi derivanti da fondi esteri armonizzati (sottoposti a ritenuta alla fonte a titolo definitivo). Per i fondi non armonizzati, il contribuente è invece sottoposto a specifici obblighi di dichiarazione dei proventi realizzati al momento dell'effettivo incasso.

In altri termini, il grado di semplicità, che contraddistingue il sistema italiano *post* riforma di tassazione del risparmio gestito, è del tutto pari - dal lato degli adempimenti amministrativi per il contribuente - sia se si tratti di investimenti in Italia sia se si tratti di investimenti all'estero in fondi armonizzati. Sotto questo profilo, il nuovo sistema non presenta elementi di vischiosità che possano deprimere la domanda di investimenti in fondi comuni europei, sempreché tale domanda sia intermediata da operatori residenti.

In conclusione, dall'esame dei vari fattori di debolezza e di vantaggio del nostro sistema, scaturisce un quadro che presenta aree grigie soprattutto con riferimento a due aspetti:

---

(1) A seguito dell'intervento legislativo in materia di circolazione transfrontaliera di capitali (D.lgs. 30 aprile 1997, n.125), i trasferimenti "non canalizzati attraverso il circuito bancario" di danaro e di altri titoli di importo superiore a 20 milioni sono sottoposti agli obblighi di segnalazione con un apposito modulo da depositare alternativamente presso banche, uffici postali, uffici doganali o comandi della Guardia di finanza. Per i movimenti riguardanti paesi extra UE il modulo va depositato esclusivamente agli uffici doganali di confine.

(2) Articolo 10, comma 4, del D.lgs. 461/97. Nelle gestioni individuali, l'eliminazione degli obblighi a carico degli intermediari derivanti dal cd. monitoraggio fiscale è subordinato all'opzione del contribuente per il regime del risparmio gestito.

(3) Il chiarimento è contenuto nella Circolare del Ministero delle finanze n. 165/E del 24 giugno 1998.

il primo è il sistema della tassazione basato sul principio del maturato a carico delle gestioni, che, per essere neutrale, in termini di confronti con gli altri ordinamenti fiscali vicini, presuppone la diffusione anche in questi paesi di tale principio o comunque un equalizzatore “perfetto”; il secondo aspetto è il sistema dei controlli nella lotta all’evasione, che costituisce il presupposto fondamentale perché il meccanismo della ritenuta d’ingresso sia efficace. Naturalmente il quadro si complica se nell’analisi si tiene conto anche delle scelte di investimento delle imprese. È questo un più ampio spettro di indagine (estraneo alla presente trattazione) che porterebbe la discussione sui profili connessi con i differenziali impositivi riscontrabili in Europa nel campo dell’imposizione societaria.

#### 4.1.2 *Il risparmio “esogeno”: gli investimenti finanziari dei non residenti*

Con riferimento al grado di attrazione della piazza finanziaria italiana, l’analisi degli effetti della riforma non è del tutto agevole, in quanto alcuni importanti interventi sono ancora in corso di completamento. Se si analizzano i passaggi normativi successivi al decreto legislativo n. 461/97, è ravvisabile una sensibilità crescente alle problematiche dei non residenti e allo sviluppo della piazza finanziaria, ora più spiccata rispetto a quella mostrata in occasione dell’emanazione dello stesso decreto.

L’originaria soluzione adottata per i non residenti, è stata - a fronte della generale tassazione per i residenti - quella di accordare un’esonazione generale, peraltro condizionata ai noti requisiti (residenza del beneficiario finale dei proventi in un paese della *white list* diverso da quelli della *black list*). Solo per le plusvalenze derivanti da cessioni di partecipazioni non qualificate in azioni negoziate nei mercati regolamentati è stato subito chiaro che un regime di esclusione avrebbe maggiormente favorito lo sviluppo della borsa italiana: la soluzione tecnica è stata infatti proprio quella di applicare sin dall’inizio per tali fattispecie il cd. principio di extraterritorialità, espressione sintetica con la quale si definiscono quei redditi che vengono considerati in ogni caso prodotti fuori dall’Italia e quindi non tassati.

Fuori dai casi di plusvalenze derivanti da azioni quotate (non rappresentative di partecipazioni qualificate), è prevalso per tutte le altre ipotesi di *capital gains* conseguiti da non residenti il regime più complicato dell’esonazione condizionata. La gestione degli adempimenti a carico degli intermediari esteri per comprovare la sussistenza dei requisiti richiesti per l’esonazione ha costituito da subito il nodo di maggiore problematicità del sistema, tanto da convincere l’Amministrazione finanziaria sull’opportunità di estendere l’“extraterritorialità” anche ai proventi di altri strumenti finanziari. Il passo è stato compiuto con il “secondo correttivo” (1). Attraverso l’estensione del regime di esclusione a tutti i *capital gains* originati da strumenti negoziati nei mercati regolamentati, tra cui quelli relativi ai titoli pubblici e agli strumenti derivati, viene eliminata una serie di distorsioni rilevanti, che avrebbero potuto compromettere la permanenza degli investitori esteri sui mercati italiani. Tra queste distorsioni, basti ricordare che, prima della modifica apportata dal secondo “correttivo”, le plusvalenze derivanti da negoziazioni di azioni quotate erano escluse da prelievo alla fonte per tutti i non residenti (anche quelli, ad esempio di paesi della “*black list*”), mentre i proventi da contratti derivati sugli stessi titoli potevano, a seconda della provenienza del percettore, anche essere tassati.

La vera e propria complicazione è sul piano degli adempimenti amministrativi: gli intermediari non residenti nonché i depositari centrali esteri non sono spesso in grado di

---

(1) D.lgs. 21 luglio 1999, n. 259.

segnalare la natura del percettore dei proventi. In altri termini, non sono sempre in grado di verificare se il percettore abbia diritto all'esenzione o se invece sia tenuto a pagare il prelievo alla fonte. In quest'ambito rientra il problema dei cd. conti *omnibus*, conti "collettivi" aperti presso i corrispondenti italiani dagli intermediari esteri a proprio nome ma per conto della clientela e utilizzati come conti "di appoggio" per il *trading* sul mercato italiano. L'intermediario è tenuto a distinguere il rapporto in sottoconti, a seconda che il percettore abbia diritto all'esclusione o sia tenuto al pagamento delle imposte sostitutive (1). Il problema dovrebbe ora - almeno in parte - ridimensionarsi per effetto dell'adozione generalizzata per le plusvalenze del principio di extraterritorialità e della conseguente semplificazione sul piano degli adempimenti relativi alla documentazione probatoria.

In linea anche con le indicazioni del Comitato per lo sviluppo della Piazza finanziaria, si è dunque compiuto un importante passo in avanti a favore della snellezza operativa, rinunciando all'eccessiva analiticità delle informazioni: d'altro canto, i rischi di "esterovestizione" non sono in concreto eliminabili attraverso i controlli dell'Amministrazione finanziaria di un singolo paese bensì solo attraverso un'efficace rete informativa tra Autorità fiscali, così come previsto dalla proposta di Direttiva "Monti" sulla tassazione degli interessi dei non residenti.

#### 4.2 La riforma italiana e la proposta "Monti" sugli interessi dei non residenti

Un giudizio di "compatibilità" del nuovo sistema italiano non può tralasciare le iniziative assunte dagli organi dell'Unione Europea sulla fiscalità dei flussi di risparmio transnazionali, tenuto conto che le scelte che verranno effettuate in quella sede condizioneranno necessariamente le linee di sviluppo dei singoli ordinamenti europei. In questa prospettiva, l'interrogativo che si pone è se i canoni fondamentali della riforma italiana della tassazione del risparmio gestito siano in linea con quelli che si vanno delineando nei progetti europei di coordinamento fiscale.

Nel corso degli ultimi anni la graduale rimozione di barriere fisiche e legali fra gli Stati dell'Unione e la prospettiva, divenuta man mano più concreta, del passaggio alla moneta unica hanno dato nuovo vigore al dibattito sulla necessità di conseguire un certo grado di armonizzazione fiscale in ambito europeo, particolarmente nel campo dell'imposizione diretta (2). Ciò anche in relazione al fenomeno - osservato nell'Unione - della crescente mobilità di alcuni fattori di produzione e della tendenza degli stessi ad allocarsi nei paesi che adottano il minor livello di tassazione.

Come sottolineato dagli stessi organi comunitari (3), tale fenomeno ha dato origine ad un circolo vizioso caratterizzato da: una riduzione del carico impositivo sui soggetti

---

(1) Sulla questione, si veda PIAZZA M., *Frontiere a ostacoli per i capital gain*.

(2) Nel campo delle imposte dirette, a differenza di quanto accade per le imposte indirette, mancano nel Trattato istitutivo della Comunità (Trattato di Roma) esplicite previsioni sul riavvicinamento delle legislazioni fiscali degli Stati membri. Tuttavia, le istituzioni comunitarie hanno da sempre considerato tale riavvicinamento fra i propri compiti primari, sulla base dell'art. 100 del Trattato e i principi generali sanciti dal Trattato stesso.

(3) Si veda *La tassazione nell'Unione Europea* del 20 marzo 1996 (SEC (96) 487); *La tassazione nell'Unione Europea - Rapporto sullo sviluppo dei sistemi fiscali* del 22 ottobre 1996 (COM (96) 546); *Un Piano d'Azione per il Mercato Unico* del 30 aprile 1997 (COM (97) 184); *Un pacchetto di misure per combattere la concorrenza fiscale dannosa in ambito europeo* del 5 novembre 1997 (COM (97) 564).

non residenti da parte di quasi tutti gli Stati membri, allo scopo di attrarre le risorse dei medesimi soggetti nel proprio ordinamento; la contestuale stabilità, o addirittura l'aumento, del carico fiscale sui residenti; una conseguente sostanziale diminuzione del carico fiscale gravante sui fattori caratterizzati da maggiore mobilità (in primo luogo, capitale finanziario), a causa dell'inefficacia degli strumenti di accertamento di cui le Amministrazioni finanziarie dei vari paesi dispongono sui redditi prodotti all'estero dai propri residenti; uno spostamento del carico fiscale sui fattori meno mobili, tipicamente lavoro e proprietà fondiaria, con conseguenti effetti negativi sull'occupazione.

La consapevolezza degli effetti negativi della "concorrenza fiscale" fra Stati ha indotto le istituzioni europee - e in primo luogo la Commissione - a moltiplicare gli sforzi per individuare adeguati rimedi, fino a giungere all'approvazione da parte del Consiglio Eco-fin (1° dicembre 1997) del pacchetto "Monti", in cui rientra la proposta di direttiva in materia di tassazione degli interessi degli investitori non residenti, la cui entrata in vigore è prevista per l'inizio dell'anno 2001 (1).

Più precisamente, la proposta, così come approvata dalla Commissione, ha per oggetto gli interessi corrisposti da un "agente pagatore" stabilito in uno Stato membro a persone fisiche aventi il domicilio fiscale in altri Stati membri, a nulla rilevando il domicilio del debitore. Nella nozione di interessi rientrano anche i redditi distribuiti da OICR conformi alla normativa comunitaria, purché investano direttamente o indirettamente oltre il 50% dell'attivo in crediti o titoli di debito (2).

Al fine di assicurare un'imposizione minima effettiva sugli interessi percepiti in uno Stato membro da soggetti residenti in altri Stati membri, la direttiva delinea il cd. "modello

---

(1) Ci si limita a fornire solo un breve cenno sulle altre due iniziative contenute nel pacchetto.

Il codice di condotta sulla fiscalità delle imprese (*on business taxation*), che non è giuridicamente vincolante data la sua natura di impegno politico, è entrato in vigore il 1° gennaio 1998. Un apposito gruppo di lavoro (c.d. Gruppo "Primarolo", dal nome del Presidente) è stato istituito con il compito specifico di esaminare le misure fiscali di nuova introduzione (*standstill*) da parte dei singoli Stati membri, al fine di verificarne la conformità ai criteri del codice. Nell'arco di cinque anni, i paesi dell'Unione dovranno inoltre procedere alla rimozione (*rollback* o smantellamento) delle normative nazionali suscettibili di determinare situazioni di concorrenza fiscale dannosa. Sulla base della classificazione della Commissione (articolata in cinque categorie comprendenti: i servizi infragruppo; i servizi finanziari e assicurativi e le società *off-shore*; gli altri regimi specifici di alcuni settori; gli incentivi regionali; le altre attività), il Gruppo "Primarolo" ha stilato una prima lista di oltre 80 misure fiscali potenzialmente contrarie al codice. A questa lista si sono aggiunte successivamente numerose altre misure che dovranno, secondo i programmi, essere vagliate entro la fine del 1999.

La proposta di direttiva sui pagamenti di interessi e canoni fra imprese associate nei paesi dell'Unione (COM 98/67 def.), la cui entrata in vigore dovrebbe aver luogo - in caso di approvazione - il 1° gennaio 2000, è volta a risolvere i problemi di doppia imposizione nei flussi finanziari transfrontalieri tra imprese ed a ridurre i connessi oneri amministrativi che spesso si verificano per i pagamenti della specie, pur in presenza di convenzioni bilaterali fra Stati membri o di disposizioni di diritto interno dei medesimi Stati. Essa - come è stato evidenziato (VISCO V., *Moneta unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*) - costituisce "l'ideale prosecuzione dell'accordo raggiunto con la Direttiva madre-figlia in materia di dividendi". In base alla proposta, la tassazione degli interessi o canoni *cross-border* avverrà nel solo paese di residenza dell'impresa beneficiaria, senza applicazione di ritenute alla fonte da parte dello Stato in cui risiede l'impresa che eroga gli interessi o le *royalties*. Per attenuare le ripercussioni sui bilanci statali, si è scelto un approccio graduale, limitando l'applicazione della direttiva ai soli rapporti tra società consociate (partecipazione almeno pari al 25% del capitale).

Sulla valenza politica del "pacchetto Monti" e sui relativi effetti di bilanciamento dei poteri tra Commissione europea e le Amministrazioni finanziarie dei singoli paesi, si veda l'interessante saggio di RADAELLI C.M., *Policy Narratives in the European Union: The Case of Harmful Tax Competition*. Sul *new deal* delle iniziative europee, si rinvia alle considerazioni di DI MAJO A., *La tassazione del risparmio in Italia e nei principali paesi europei*, secondo il quale il processo di armonizzazione avrebbe abbandonato la via dell'"efficienza allocativa" delle risorse, per adottare il principio della "neutralità", "versione meno ambiziosa dell'obiettivo di efficienza".

(2) Sulla base degli emendamenti approvati dalla Commissione economica del Parlamento Europeo, in sede di rilascio del prescritto parere, è stata introdotta una regola di media annuale ai fini del calcolo della percentuale di patrimonio del fondo investita in titoli obbligazionari.

*di coesistenza*”, basato sulla scelta da parte di ciascuno Stato membro del sistema del “rilascio di informazioni” (in tal caso, il paese in cui ha sede il *paying agent* ha l’obbligo di comunicare allo Stato di residenza del beneficiario le informazioni necessarie per l’accertamento delle imposte dovute “in patria” sui medesimi interessi) ovvero del sistema della “ritenuta alla fonte” (in tal caso lo Stato in cui gli interessi vengono pagati ha l’obbligo di applicare un prelievo pari almeno al 20% sugli interessi medesimi) (1).

A ben vedere, la proposta contempla una terza via. Nell’ipotesi in cui lo Stato della fonte scelga il regime della ritenuta, il beneficiario degli interessi può chiedere la non applicazione della ritenuta, mediante la presentazione di un certificato - rilasciato dalle autorità fiscali del proprio Stato di residenza - da cui risulti che le medesime autorità sono state informate dell’esistenza del reddito di fonte estera. Per evitare fenomeni di doppia imposizione, il beneficiario degli interessi che subirà invece il prelievo potrà dedurre la ritenuta stessa dalle imposte dovute nel proprio paese di residenza, fino a concorrenza di queste ultime imposte.

Specifiche disposizioni sono dettate relativamente ai proventi distribuiti dagli OICR obbligazionari, allo scopo di assicurare parità di trattamento fra l’investimento diretto in attività finanziarie estere e quello attuato tramite strumenti del risparmio gestito. Viene in particolare stabilito che se lo Stato della fonte (cioè quello in cui vengono pagati i proventi dell’OICR) ha optato per il regime dell’informazione, lo Stato di residenza del beneficiario effettivo accorda a quest’ultimo un credito d’imposta pari alle imposte effettivamente assolte dall’OICR sui redditi corrispondenti agli interessi pagati (fino a concorrenza delle imposte dovute sui medesimi interessi nel suo territorio) (2). Se invece lo Stato della fonte ha optato per il regime della ritenuta, l’agente pagatore riduce la ritenuta stessa in misura pari alle imposte effettivamente assolte dall’OICR sui redditi corrispondenti agli interessi pagati. Lo Stato di residenza del beneficiario effettivo, a sua volta, accorda a quest’ultimo un credito d’imposta che copre la totalità delle imposte effettivamente assolte sugli interessi fino a concorrenza dell’imposta dovuta sul suo territorio per detti interessi (3).

Dal quadro descritto, che - come ovvio - potrebbe subire modifiche prima dell’approvazione del Consiglio europeo, emerge un sistema assai articolato, che ha peraltro il merito, da un lato, di superare l’attuale regime degli accordi bilaterali tra Stati e, dall’altro, di aver riconosciuto l’importanza assunta dagli strumenti del risparmio gestito (OICR). In

---

(1) Il modello di coesistenza rappresenta un accordo di compromesso: da un lato, infatti, gli Stati (es. Danimarca) che basano la tassazione dei redditi delle attività finanziarie sull’imposizione personale progressiva e non prevedono ritenute alla fonte non intendono rinunciare all’informazione sui redditi di fonte estera conseguiti dai propri residenti; dall’altro, quelli che prevedono una legislazione rigida sul segreto bancario (es. Lussemburgo) non sono disposti a consentire deroghe di carattere fiscale a tale legislazione. La possibilità di scelta fra l’obbligo di informazione e la ritenuta alla fonte dovrebbe consentire a ciascuno Stato membro di individuare il regime maggiormente compatibile con il proprio ordinamento fiscale e con il vincolo del gettito. È ovvio che gli Stati che adottano il sistema della ritenuta alla fonte possono ugualmente dar luogo alla trasmissione di informazioni fiscalmente rilevanti in conformità alle disposizioni di diritto interno ovvero in base alle previsioni di accordi bilaterali.

(2) Si veda l’art.10, punto 3, lett.a) e b), della proposta di direttiva.

(3) Dal punto di vista teorico, il modello di coesistenza si baserebbe sul principio di tassazione dei redditi nel paese di residenza dei percettori: peraltro, nei casi di opzione per il meccanismo della ritenuta alla fonte, il sistema del riconoscimento al percettore da parte del proprio Stato delle ritenute subite comporta una perdita di gettito per quest’ultimo paese. Sul punto, si veda VISCO V., *Moneta unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*, che segnala come, per evitare lo spostamento di entrate a favore dei paesi che applicano la ritenuta, è in corso di discussione “l’eventuale individuazione di un sistema di ripartizione delle entrate tra gli Stati che adotteranno il sistema della ritenuta e gli Stati di residenza del beneficiario effettivo”.

ordine a questi ultimi strumenti non si può sottacere la circostanza che la proposta di direttiva, ricomprendendo nel proprio ambito di applicazione solo i fondi comuni obbligazionari, potrebbe dar luogo a segmentazioni sul mercato. Ci sono le premesse normative per la creazione di due comparti: da un lato le gestioni “dentro la direttiva”, dall’altro quelle “fuori direttiva”. La disomogeneità fiscale potrebbe, come è prevedibile, riflettersi anche sul versante dei costi degli operatori. Stante la stretta integrazione operativa tra intermediari, il “doppio binario” può trovare allora giustificazione solo se la soluzione costituisse il primo tassello di un progetto più ampio di coordinamento fiscale dei diversi prodotti del risparmio gestito.

In ogni caso, la complessità della proposta comunitaria rende difficile al momento un giudizio netto sulla conformità del sistema italiano di recente adozione al modello europeo, non essendo stata tra l’altro resa ancora nota in via ufficiale la scelta del nostro paese tra le alternative riconosciute dalla direttiva. Vale la pena ricordare che, in base all’attuale testo della direttiva, non sembrano possibili soluzioni miste all’interno dei singoli paesi tra il sistema della ritenuta e quello delle informazioni (1).

In prima approssimazione, e prescindendo dalle considerazioni concernenti il livello dell’aliquota di prelievo, si può affermare che la normativa italiana in materia di tassazione degli interessi pagati a non residenti appare, in generale, compatibile con il “modello di coesistenza” delineato nella direttiva. Ciò è senz’altro vero per gli investimenti diretti, avendo adottato il nostro sistema per i redditi da capitale un regime generale di esenzione condizionata al rilascio delle informazioni: di conseguenza, nel caso di opzione per il sistema dell’informazione, l’attuazione della direttiva richiederebbe - relativamente ai redditi da investimenti diretti - soltanto adeguamenti marginali dell’apparato amministrativo interno.

I problemi sembrano invece emergere con riferimento alla normativa in materia di tassazione dei proventi conseguiti attraverso OICR, dal momento che il sistema di tassazione di tali organismi ora adottato in Italia non risulta allineato né al regime dell’informazione, né a quello della ritenuta, anche se, in definitiva, esso accorda ai soggetti non residenti una totale esenzione attraverso il meccanismo del rimborso delle imposte pagate dalla gestione. L’esenzione è subordinata al rispetto di condizioni analoghe a quelle previste per gli interessi derivanti da investimenti diretti, ma non è previsto alcun flusso informativo a favore dell’Amministrazione finanziaria. In questo senso, ove l’Italia decidesse di adottare il regime dell’informazione, andrebbero introdotte disposizioni volte ad assicurare l’acquisizione delle informazioni relative ai beneficiari effettivi da parte dell’Amministrazione finanziaria, in vista della successiva comunicazione delle informazioni medesime ai paesi di residenza degli stessi beneficiari.

La diversa opzione, a favore del regime della ritenuta, comporterebbe, invece, un totale “cambio di rotta” rispetto all’attuale disciplina sulla tassazione dei redditi di capitale percepiti da soggetti non residenti. Per consentire al percettore non residente che subisce il prelievo di richiedere il rimborso nel proprio paese è necessaria - secondo quanto previsto dalla direttiva - la determinazione dell’imposta corrispondente alla quota di interessi percepiti. Non sarà però facile escogitare un meccanismo che consenta nell’ambito dei fondi comuni di isolare la quota parte di imposte corrispondenti ai redditi dei non residenti, tenuto anche conto che il metodo del risultato di gestione consente la compensazione ete-

---

(1) Il principio è espresso nell’undicesimo *Considerando* della proposta: “*considerando che ai fini della certezza del diritto e della trasparenza occorre prevedere che gli Stati membri applichino un solo e identico regime a tutti gli interessi pagati sul loro territorio a chi non vi è domiciliato a fini fiscali*”.

rogenea, cioè la possibilità di compensare le minusvalenze con i redditi di capitale (1). Se la scelta del paese ricadesse sul modello della ritenuta, non sarebbero poche le complicazioni e le revisioni normative da apportare al sistema.

Indipendentemente dal sistema prescelto (ritenuta o informazione), adeguamenti niente affatto marginali sarebbero invece richiesti con riferimento agli interessi di fonte estera pagati a investitori non residenti per il tramite di intermediari italiani. Analogamente a quanto accade nella generalità degli altri paesi, in relazione a quest'ultima fattispecie non sussiste infatti nel nostro ordinamento alcun obbligo, né in termini di tassazione, né sotto forma di segnalazioni all'Amministrazione finanziaria.

---

(1) Il problema si presenta sia nel caso in cui l'imposta sostitutiva prelevata in capo al fondo sia considerata una *withholding tax* per il percettore (modello della trasparenza) sia che venga annoverata tra le imposte sul reddito del fondo (modello della soggettività di imposta). In entrambi i casi la proposta di direttiva richiede, ai fini del rimborso al percettore, l' "isolamento" della quota parte di prelievo corrispondente agli interessi di pertinenza del non residente.

## 5. CONCLUSIONI

Gli interrogativi sulla compatibilità del modello italiano di tassazione delle gestioni con gli ordinamenti degli altri *partners* europei e con le linee portanti della proposta di direttiva “Monti” non sono di facile soluzione, così come non è semplice valutare gli effetti del sistema fiscale sullo sviluppo della piazza finanziaria italiana, nella duplice prospettiva del “radicamento” del risparmio interno e nella capacità di attrarre gli investitori esteri.

Dalle considerazioni sin qui svolte sembrerebbe che il modello di tassazione dei fondi attraverso il “risultato netto di gestione” non possa essere considerato tra le cause determinanti che alimentano - nel breve periodo - una spinta verso l’impiego del risparmio oltre frontiera. I redditi di fonte estera degli investitori italiani, se conseguiti attraverso le gestioni, scontano infatti lo stesso prelievo di quelli di fonte interna. Analogamente, nel caso di investimenti diretti, il prelievo alla fonte applicabile alle persone fisiche al momento del rientro dei proventi (attraverso la ritenuta d’ingresso) dovrebbe neutralizzare in linea teorica la convenienza fiscale dei titoli esteri rispetto a quelli emessi in Italia.

Una maggiore spinta verso gli investimenti in portafogli esteri può derivare, invece, sempre negli investimenti diretti, dalle nuove regole di tassazione dei *capital gains* che, colpendo in Italia sia i titoli obbligazionari sia le azioni, possono incidere sulle preferenze dei risparmiatori. La tassazione di tali proventi, quando non conseguiti attraverso le gestioni, può avvenire facoltativamente in dichiarazione dei redditi, con conseguenti più ampi margini di evasione. L’apparato dei controlli del Fisco sui trasferimenti *cross border*, anche se suscettibile di miglioramento sul piano dell’efficienza, presenta limiti intrinseci nell’impostazione “unilaterale” del sistema stesso. Solo la razionalizzazione e l’intensificazione degli scambi multilaterali tra le Amministrazioni finanziarie dei diversi paesi può rendere efficaci i controlli fiscali sui guadagni oltrefrontiera. In tal senso, la direttiva “Monti” sugli interessi dei non residenti, una volta approvata, sarà un’utile occasione di rafforzamento della rete informativa e quindi dei controlli.

Nel lungo periodo, invece, il sistema del “risultato netto di gestione” dei fondi, sia perché modalità obbligatoria per questi organismi sia perché applicato unicamente in Italia, potrebbe giocare un ruolo a sfavore del “radicamento” nel paese del risparmio nazionale. La non tassazione dei fondi esteri o delle plusvalenze da essi conseguiti si riflette sui rendimenti - espressi al lordo di imposte - delle gestioni estere e amplifica il *tax deferral*, creando i presupposti per un effetto di *optical illusion* negli investitori italiani.

Al ridursi dei costi di transazione delle operazioni *cross border*, i meccanismi di “neutralizzazione” adottati dalla nostra legislazione (la “ritenuta d’ingresso” e l’equalizzatore) per ridurre le asimmetrie impositive tra paesi possono risultare inadeguati.

In particolare, meccanismi quali l’equalizzatore, da applicare ai proventi che rientrano nel circuito finanziario nazionale, non sembrano essere una leva adeguata per contro-bilanciare le spinte verso l’estero: essi infatti non incidono sulla scelta di “rimpatrio” dei capitali extrafrontalieri. La soluzione, pure ipotizzabile in linea teorica, di rendere più stringenti i parametri da applicare sui redditi di fonte estera per scoraggiare gli investimenti all’estero potrebbe addirittura sortire effetti opposti, alimentando la fuoriuscita e la permanenza del risparmio oltrefrontiera.

È auspicabile che i lavori volti al coordinamento a livello europeo delle regole fiscali possano, in prospettiva, prendere unitariamente in esame il comparto del risparmio gestito, almeno con riferimento alla fiscalità dei fondi. Le previsioni della direttiva che inclu-

dono solo i fondi obbligazionari nel campo di applicazione della disciplina comunitaria potrebbero essere fonte di rilevanti distorsioni nel comparto.

Sul fronte interno sembra invece opportuno alimentare una serie di microinterventi volti a migliorare le “condizioni ambientali” per il risparmio nazionale, sulla linea seguita anche da altri paesi europei. In tale ottica sarà positivo l’innesto nella nostra legislazione di agevolazioni fiscali che possano favorire rapporti durevoli tra il circuito finanziario e la clientela. È questo il caso ad esempio degli incentivi fiscali - presenti in Francia e in Regno Unito - che sostengono i prodotti della previdenza individuale: questi ultimi, grazie alle loro caratteristiche di lunga durata aumentano il grado di fidelizzazione della clientela.

Nell’immediato sono più evidenti i vantaggi derivanti dalle diversità nell’imposizione societaria degli intermediari, che incidono direttamente sulla delocalizzazione strutturale dell’offerta; nel medio periodo tali diversità potrebbero far sí che il risparmio italiano sia attratto dai maggiori rendimenti che in altri ordinamenti gli operatori sono in grado di offrire ai non residenti, attraverso una traslazione dei risparmi di imposta sui prezzi dei servizi.

Sul piano degli adempimenti fiscali, il sistema *post* riforma non presenta vischiosità per gli investimenti in fondi comuni europei effettuati attraverso intermediari residenti. Il contribuente persona fisica è del tutto estraneo agli oneri connessi con l’applicazione del prelievo, quando il risparmio è intermediato da operatori residenti.

Un’ulteriore razionalizzazione dell’“impianto fiscale” italiano potrà derivare dal passaggio all’aliquota unica, sino ad oggi non ancora realizzata per le note esigenze di gettito. La ricomposizione dei portafogli delle famiglie, tuttora in corso, e il processo di sostituzione dei titoli obbligazionari pubblici con i prodotti del risparmio gestito, rendono lo scenario più favorevole ad un intervento in tal senso.

Nel frattempo, l’opera di riforma avviata negli anni scorsi sta proseguendo. L’attuazione delle deleghe conferite all’Esecutivo nel provvedimento collegato alla finanziaria per il 1999 consentirà di modellare per “finalità” la tassazione dei prodotti del risparmio gestito, inteso in un’accezione comprensiva anche degli strumenti con finalità previdenziale e assicurativa.

Tra le deleghe accordate al Governo non va sottovalutata quella riguardante la compilazione - entro peraltro il breve termine di dodici mesi - di testi unici in materia fiscale. Un riordino della normativa che interessa il comparto del risparmio gestito potrebbe rappresentare un ulteriore elemento di forza dell’ordinamento italiano in vista dello sviluppo del nostro mercato.



## **APPENDICI**



## I. LA TASSAZIONE DEI PRODOTTI DEL RISPARMIO GESTITO IN EUROPA (1)

### Francia

#### *La tassazione delle gestioni patrimoniali*

Le gestioni patrimoniali sono assimilabili, da un punto di vista fiscale, all'investimento diretto effettuato da un investitore in azioni od obbligazioni. I proventi riconducibili alle categorie dei dividendi e degli interessi (2) ricadono nell'imposizione personale progressiva, mentre i *capital gains* sono assoggettati a tassazione separata con imposta proporzionale.

#### *Dividendi*

Il sistema francese si caratterizza per la non applicazione di ritenute alla fonte sui dividendi. I dividendi percepiti vanno a far parte del reddito tassabile delle persone fisiche residenti. Essi sono assoggettati al 10% di prelievo a titolo di contributi sociali: una parte della CGS (pari al 5,1%) è deducibile in dichiarazione.

Sui dividendi viene accordato un credito d'imposta, detto *avoir fiscal*, pari al 50% del dividendo netto (3). Tale credito deve essere incluso nella base imponibile e poi detratto dalle imposte dovute.

L'onere fiscale sui dividendi è ridotto grazie ad una soglia di esenzione soggettiva dall'imposta sul reddito pari a FF 8.000 - 1.220 € (FF 16.000 - 2.440 € - per coppia). L'esenzione non è applicabile ai dividendi da azioni estere; una detrazione d'imposta particolare è concessa in caso di sottoscrizione del capitale di una società non quotata al momento della sua costituzione o dell'aumento del capitale sociale (4). Entrambe queste previsioni sono sintomatiche del particolare ruolo di incentivazione svolto dalla nor-

---

(1) I dati contenuti nel testo sono aggiornati a maggio 1999.

(2) Nell'ordinamento francese esiste anche un'imposta sulla ricchezza (*Impôt de solidarité sur la fortune*, ISF). La base imponibile è costituita dal patrimonio posseduto, inclusi gli investimenti in titoli; essa è assoggettata ad imposta progressiva con aliquote comprese tra 0,5% e 1,8% e con un'esenzione per i primi FF 4.700.000 (716.510 €) di patrimonio.

(3) L'aliquota d'imposta sulle società è pari per l'esercizio 1999 al 33,33%; la concessione di un credito d'imposta del 50%, quindi, evita una doppia imposizione sui dividendi. Va però sottolineato che l'imposizione sulle società è temporaneamente caratterizzata da una sovrimposta, del 10% o 15% a seconda delle dimensioni dell'impresa, che determina aliquote effettive del 36,66% o del 38,33%. Per questa quota di tassazione, quindi, si assiste ad una doppia imposizione degli utili distribuiti dalla società.

A partire dall'1.1.1999, il credito d'imposta è stato ridotto in via generale al 45%; a tale previsione fanno eccezione le persone fisiche, i fondi e gli altri soggetti che sono considerati entità trasparenti ai fini dell'imposta sui redditi (società di persone, ecc.); per tutti questi soggetti il credito d'imposta rimane al 50%.

(4) Per poter beneficiare della detrazione - pari al 25% del capitale versato in denaro e comunque non superiore a FF 37.500 (5.717 €), o a FF 75.000 (11.434 €) per nucleo familiare - la società deve rispondere alle seguenti condizioni: 1) non essere mai stata quotata; 2) essere assoggettata ad imposta sul reddito ordinaria; 3) esercitare un'attività non finanziaria od assicurativa; 4) almeno il 50% delle quote debbono essere detenute da persone fisiche.

mativa fiscale per favorire lo sviluppo del capitale di rischio e quindi del tessuto produttivo nazionale.

I dividendi corrisposti a non residenti sono assoggettati a ritenuta alla fonte del 25%, salvo diversa previsione delle convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dalla Francia con il paese di residenza del percettore. La ritenuta è applicata direttamente dagli emittenti.

#### *Interessi bancari ed obbligazionari*

Al pari dei dividendi, anche gli interessi debbono essere inclusi nel reddito imponibile e sono soggetti al prelievo del 10% per i contributi sociali. La maggior parte degli interessi può, però, essere, in via opzionale, sottoposta a ritenuta a titolo definitivo (PFL), con aliquota del 25%. L'opzione, nei casi previsti, deve essere effettuata prima dell'incasso degli interessi presso l'intermediario incaricato del pagamento.

Diversamente dai dividendi, agli interessi non si applica l'esenzione soggettiva di FF 8.000 dall'imposta sul reddito.

Come riscontrabile in altri paesi europei, gli interessi percepiti da non residenti non sono invece soggetti a ritenuta.

#### *Capital gains*

Il sistema francese prevede la tassazione separata in dichiarazione delle plusvalenze finanziarie. In altri termini, i capital gains devono essere dichiarati dal contribuente insieme agli altri redditi, peraltro senza l'applicazione del regime progressivo: essi sono infatti obbligatoriamente soggetti a tassazione proporzionale, con aliquota pari al 26% (non è cioè consentita la tassazione progressiva). È consentita la compensazione tra minusvalenze e plusvalenze su valori mobiliari, con possibilità di riporto dell'eccedenza per cinque esercizi.

Anche per le plusvalenze, come per i dividendi, è prevista una soglia di esenzione: le plusvalenze nette derivanti da cessione di azioni, obbligazioni e altri valori mobiliari e da operazioni su contratti derivati (1) sono esenti se l'ammontare globale delle cessioni effettuate annualmente non supera una certa soglia (50.000 FF, 7.622 €). Il limite costituisce un montante annuale che nel tempo si è progressivamente ridotto (era pari a 200.000 FF - 30.490 € - nel 1996 e a 100.000 FF - 15.245 € - nel 1997), in linea con la politica di appesantimento della tassazione del risparmio seguita nel tempo da questo paese. Qualora tale limite sia superato, tutte le plusvalenze conseguite sono sottoposte a tassazione. Nel caso di esenzione, il contribuente non ha l'obbligo di dichiarazione delle plusvalenze conseguite.

L'esenzione non si applica alle plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate (superiori al 25%). In definitiva le plusvalenze da partecipazioni qualificate sono tassate nella stessa misura di quelle derivanti da "non qualificate", ma ad esse non si applica mai la soglia annuale di esenzione.

---

(1) I proventi da operazioni su contratti derivati sono sempre compresi nella categoria dei *capital gains*.

Al pari della generalità dei paesi europei, le plusvalenze conseguite da soggetti non residenti non sono soggette a ritenuta.

### *Proventi di fonte estera*

I proventi degli investimenti effettuati all'estero debbono essere inclusi nel reddito sottoposto a tassazione progressiva. Al momento dell'incasso, essi non sono sottoposti a ritenuta da parte degli incaricati del pagamento. Non sussiste quindi in Francia un sistema di ritenuta "d'ingresso", così come prevista in Italia e nel Regno Unito per i redditi di fonte estera.

### *La tassazione degli OICR e degli investitori*

Nella tassazione del risparmio gestito in monte la filosofia di fondo del sistema fiscale francese è identificabile nel concetto di neutralità; si cerca, cioè, di perseguire l'indifferenza tra tassazione dei redditi derivanti da gestioni collettive del risparmio e redditi da investimento diretto (gestioni patrimoniali, depositi amministrati, ecc.). A tal fine le varie forme di investimento collettivo sono trattate come entità trasparenti da un punto di vista fiscale, cosicché i redditi ad esse riconducibili sono tassati direttamente in capo agli investitori.

Ne consegue che gli OICR (1) sono esenti da imposta sul reddito per la parte che riguarda i loro scopi istituzionali (gestione del risparmio). Questa regola è prevista sia in via esplicita (per le SICAV/F) sia implicita (FCP, FCPR, FCIMT e FCC, dato che non hanno personalità giuridica). Non esiste inoltre alcuna forma di imposizione patrimoniale a carico degli OICR.

I fondi non sono di regola assoggettati a ritenute alla fonte sui redditi percepiti, con l'eccezione dei proventi di fonte estera. I crediti d'imposta sui dividendi (*avoir fiscal*)

---

(1) Le tipologie di OICR operanti in Francia possono essere distinte in due macrocategorie, a seconda che essi siano dotati (SICAV e SICAF) o meno (FCP e altri) di personalità giuridica. In particolare, essi presentano le seguenti caratteristiche:

- SICAV (società d'investimento a capitale variabile): alla stessa stregua delle SICAV italiane, sono società per azioni a capitale variabile, che può aumentare o diminuire in funzione delle sottoscrizioni e dei rimborsi richiesti dai risparmiatori. I risultati degli investimenti vengono distribuiti sotto forma di dividendi sulle azioni possedute e di *capital gains* per l'incremento di valore delle quote;
- SICAF (società d'investimento a capitale fisso): sono società per azioni simili alle SICAV, il cui capitale non può però essere rimborsato su richiesta degli azionisti;
- FCP (*fonds commun de placement*): non hanno personalità giuridica e sono formati da due entità, il depositario e la società di gestione. Possono prevedere sia la capitalizzazione dei risultati ottenuti (fondi ad accumulazione), sia la loro distribuzione (fondi di distribuzione pura; fino al 1990 erano gli unici ammessi);
- FCPR (FCP à Risques): simili ai FCP nell'organizzazione, debbono però investire una quota dell'attivo in capitale di rischio di società non quotate; il diritto dei sottoscrittori al rimborso delle quote può essere temporaneamente sospeso;
- FCIMT (*Fonds d'intervention sur les marchés à terme*): sono FCP abilitati ad investire in strumenti derivati (future, ecc.);
- FCC (*Fonds Commun de Créances*): sono fondi che investono in titoli derivanti dalla cartolarizzazione (securitization) degli attivi delle banche e delle assicurazioni. Anche a loro si applica il principio della trasparenza fiscale previsto per gli FCP.

percepiti dagli OICR e le ritenute alla fonte da essi subite sono attribuiti, pro-quota, ai sottoscrittori (1).

Con riferimento agli investimenti effettuati da FCP e SICAV in titoli esteri, è controversa la possibilità di applicare ai fondi stessi il trattamento favorevole riservato dalle convenzioni bilaterali. Secondo gli orientamenti dell'Amministrazione fiscale francese, né i FCP né le SICAV possono beneficiare del regime convenzionale: i primi in ragione della mancanza di personalità giuridica, le altre perché non assoggettate ad imposta sul reddito. Sono peraltro in essere accordi specifici con alcuni paesi, tra i quali Germania, Stati Uniti, Olanda e Svizzera, in base ai quali viene direttamente riconosciuta l'applicabilità delle ritenute convenzionali. Al di fuori di tali accordi specifici, l'applicazione delle ritenute previste dai trattati contro le doppie imposizioni e i rimborsi sono richiesti direttamente dalla società di gestione, per conto dei singoli investitori.

Gli OICR godono di agevolazioni anche nel campo delle imposte indirette. Infatti, la sottoscrizione e la vendita di quote di FCP sono esenti da tasse sui trasferimenti. Le SICAV sono soggette unicamente ad un'imposta fissa di registro - pari a FF 500 (76 €) - applicabile al momento della costituzione e della liquidazione. Il rimborso e la sottoscrizione di quote di SICAV non sono soggetti all'imposta di bollo sui contratti di borsa. Inoltre, le commissioni incassate per la sottoscrizione, il collocamento ed il rimborso delle quote di SICAV e FCP sono esenti da imposta sul valore aggiunto.

Un'importante differenza, da un punto di vista fiscale, è rappresentata dal fatto che le SICAV sono assoggettate ad imposta sul valore aggiunto per le spese di gestione, mentre da tale imposta sono invece esonerati i FCP. Tale regime, derivante da una parziale adozione della VI Direttiva comunitaria in materia, costituisce un esempio di distorsione di natura fiscale tra intermediari, così come segnalato nel rapporto "La Martiniere" (2). Le SICAV sono inoltre soggette, a differenza dei FCP, alla *taxe professionnelle* (3).

---

(1) In linea di principio, i crediti d'imposta attribuiti all'OICR possono essere trasferiti ai non residenti, qualora ciò sia previsto dai trattati contro le doppie imposizioni e vi sia una richiesta da parte dell'investitore. L'unica eccezione a tale regola si ha nel caso di crediti d'imposta derivanti da investimenti all'estero effettuati dall'OICR; in questo caso, infatti, l'Amministrazione finanziaria francese ha ritenuto che non possano essere trasferiti a terzi i crediti ottenuti dagli OICR grazie ad accordi esistenti tra la Francia ed altri paesi.

(2) Il rapporto "La Martiniere" riporta le conclusioni del gruppo di lavoro *Paris Europlace* su "L'industria francese di gestione dei capitali".

(3) La *taxe professionnelle* (imposta sulle attività produttive) è un'imposta locale. Si applica ad una base imponibile data dalla somma del valore locativo annuo dei fabbricati industriali e commerciali, del 18% del monte salari e del 16% del costo storico delle immobilizzazioni non soggette all'imposta immobiliare. Le aliquote sono fissate dalle municipalità.

Le SICAV sono soggette, da un punto di vista legale, anche alla *taxe sur les salaires*, che colpisce tutte le imprese che abbiano almeno il 90% dei proventi esenti o non soggetti ad imposta sul valore aggiunto. Esse, però non sono, in pratica, sottoposte a tassazione, poiché non hanno in genere costi relativi al personale, oneri che costituiscono la base imponibile di tale imposta.

Le transazioni sui mercati poste in essere dagli OICR nella loro attività di investimento sono in ogni caso soggette all'imposta sui contratti di borsa (1).

Le società di gestione degli OICR non godono di particolari agevolazioni tributarie con riferimento all'imposizione sul reddito di impresa. Ad esse si applica pertanto il regime di tassazione societaria comune.

Vigendo il principio della neutralità fiscale per gli OICR, l'attenzione dell'Erario francese si appunta sul risparmiatore. L'imposizione dei risparmiatori varia a secondo della residenza del sottoscrittore e della natura del fondo (nazionale o estero). Sono distinguibili tre differenti ipotesi: *residente che investe attraverso un OICR di diritto francese*; *residente che investe attraverso un OICR di diritto estero*; *non residente che investe attraverso un OICR di diritto francese*.

#### *La tassazione degli investitori francesi in OICR francesi*

Il sistema della trasparenza comporta che viene conservata la natura dei redditi conseguiti dal fondo: i risparmiatori acquirenti di quote di SICAV, FCP, FCIMT e FCC debbono considerare i redditi distribuiti dai fondi ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, includendoli tra i redditi finanziari secondo le diverse classi previste. Dato che tali proventi possono essere rappresentati da dividendi, interessi o plusvalenze, i fondi hanno l'obbligo di rilasciare agli investitori un prospetto con la composizione del portafoglio, affinché i profitti possano essere distribuiti in maniera proporzionale tra le varie classi. Ciò ha conseguenze anche sui crediti d'imposta, che vengono trasferiti agli investitori in proporzione delle quote possedute, e sulle deduzioni e/o detrazioni concesse per le singole categorie di proventi finanziari.

Gli investitori in quote di FCPR (fondi che investono parte dell'attivo in capitale di rischio) possono ricadere in due differenti regimi impositivi, uno ordinario e uno agevolato. Le condizioni per rientrare in quest'ultimo sono legate alla composizione dell'attivo del FCPR (almeno il 50% investito in società commerciali o industriali, residenti nell'UE, non quotate e tassate con aliquota ordinaria sul reddito d'impresa), al periodo di possesso della quota da parte dell'investitore (almeno 5 anni) e al reinvestimento degli utili nel fondo stesso. Nel caso del regime agevolato, dunque, i profitti reinvestiti nel quinquennio di possesso delle quote sono esenti da imposta. I redditi distribuiti dopo il quinquennio di esenzione non sono assoggettati a tassazione, neanche se realizzati sotto forma di plusvalenza in seguito alla cessione delle quote possedute. Il regime ordinario, invece, prevede che gli utili distribuiti dai FCPR siano soggetti alle stesse regole dei proventi da investimento in FCP.

---

(1) La tassa, che si applica con un'aliquota compresa tra lo 0,15% e lo 0,3% in funzione del valore del contratto, colpisce sia la vendita che l'acquisto in una singola transazione. L'aliquota è progressiva: 0,15%-0,3% a seconda che il valore dell'operazione sia inferiore o superiore a 1.000.000 FF (152.449 €), con un limite massimo di imposta di 4.000 FF (610 €) a transazione. Dal 1993 è riconosciuta una franchigia di 150 FF (23 €) per operazione. Con riferimento all'ambito oggettivo della tassa, non vengono, tra l'altro, tassate:

- le sottoscrizioni sul mercato primario (emissioni di nuove azioni) nonché le offerte di azioni in occasione della quotazione sui mercati regolamentati;
- gli scambi di obbligazioni (sono invece tassati gli scambi riguardanti le obbligazioni convertibili e indicizzate);
- le operazioni effettuate da non residenti (dal 7 gennaio 1994);
- gli investimenti effettuati attraverso i piani di risparmio.

Il regime agevolato riconosciuto agli investitori di FCPR costituisce un ulteriore esempio di come l'ordinamento francese utilizzi la leva fiscale per lo sviluppo della propria piazza finanziaria e per convogliare il flusso di risparmio delle famiglie in capitale di rischio delle imprese produttive.

Nel caso di fondi comuni a capitalizzazione, i guadagni accumulati dalla gestione sono tassabili in capo all'investitore solo al momento della distribuzione, in conformità del principio del realizzato. Tale scelta determina un vantaggio fiscale per i risparmiatori, poiché la tassazione delle plusvalenze sull'incremento del valore della quota posseduta implica un prelievo minore rispetto alla tassazione immediata dei proventi distribuiti. D'altra parte il differimento della distribuzione comporta anche l'impossibilità di avvalersi dei crediti d'imposta accumulati dall'OICR negli esercizi precedenti al biennio anteriore al rimborso delle quote (1). Va peraltro segnalato che solo dal 1990 il sistema francese ha ammesso *fonds commun de placement* a capitalizzazione.

Il trattamento delle plusvalenze si differenzia a seconda che esse si determinino in capo al fondo (nell'attività di *asset allocation*) o che siano conseguite dal risparmiatore attraverso la cessione a terzi o il rimborso delle azioni. Come segnalato, le plusvalenze conseguite dall'OICR ma non realizzate dall'investitore non sono mai tassate (né in capo al fondo né in capo al risparmiatore) (2).

Nel caso di realizzo, attraverso la cessione a terzi o il rimborso delle quote di FCP o delle azioni di SICAV, vigono regole particolari a seconda della tipologia dell'OICR in cui è investito il risparmio. In generale, i *capital gains* sono tassati (al 26%) solo se il valore delle operazioni nell'anno superi la soglia prestabilita di esenzione (FF 200.000 - 30.490 € - nel 1996, FF 100.000 - 15.245 € - nel 1997 e FF 50.000 - 7.622 € - nel 1998) (3). La soglia di esenzione non si applica peraltro agli investimenti in OICR monetari od obbligazionari a capitalizzazione (*FCP o SICAV monétaires ou obligataires de capitalisation*) le cui plusvalenze sono tassate a partire dal primo franco (4). Come già visto nelle gestioni patrimoniali individuali, eventuali minusvalenze possono essere compensate con plusvalenze nello stesso periodo d'imposta o nei cinque anni successivi.

Per i FCPR le plusvalenze derivanti da vendita o rimborso di quote non sono tassabili se si rientra nella previsione del regime agevolato. Nel regime ordinario si applicano le stesse regole vigenti per i FCP e le SICAV. Le plusvalenze su FCIMT (fondi sui mercati a termine) sono sempre sottoposte a tassazione.

---

(1) Come ricordato, i crediti d'imposta affluiscono al fondo, in base al principio della loro trasparenza fiscale, vengono attribuiti proporzionalmente ai possessori delle quote. Se la distribuzione dei proventi è differita, i crediti d'imposta rimangono trasferibili solo nei due anni successivi alla loro formazione, per i FCP, e per quattro anni per le SICAV. Ciò limita in qualche modo il vantaggio del differimento a favore dell'investitore. Tali regole non si applicano ai sottoscrittori persone giuridiche: i proventi distribuiti dalle SICAV o dai fondi rientrano nell'ordinaria imposizione societaria; vi rientrano in particolare anche i profitti realizzati ma non distribuiti (nel caso di fondi a capitalizzazione). Non c'è dunque, per le società che partecipano a un OICR, l'effetto di *tax deferral*.

(2) La tassazione in capo all'investitore è prevista solo nel caso in cui siano possedute, da un solo individuo, più del 10% delle quote dell'OICR.

(3) Esistono in ogni caso delle esenzioni specifiche per i capital gains, riconducibili alla situazione soggettiva del sottoscrittore. Innanzitutto, se i proventi della cessione delle quote vengono reinvestiti in determinate attività (acquisto di immobili residenziali, di autoveicoli, ecc.); poi, se la vendita delle quote è determinata dall'avverarsi di determinati eventi (perdita del posto di lavoro, morte dello sposo, ecc.).

(4) Le eventuali plusvalenze derivanti dalle quote di questi fondi sono peraltro considerate ai fini del superamento della soglia generale in materia di capital gains (50.000 FF - 7.622 €).

### *La tassazione degli investitori francesi in OICR esteri*

Il reddito distribuito da un OICR di diritto estero è considerato sempre come reddito di provenienza estera. La tassazione segue le regole e le previsioni dei trattati contro le doppie imposizioni intercorrenti tra la Francia e il paese in cui ha sede l'OICR. Il momento impositivo è costituito dalla percezione del reddito e l'ammontare imponibile è dato dall'intero importo ricevuto.

Nel caso di capitalizzazione dei proventi, valgono le stesse regole applicabili ai proventi distribuiti: la tassazione avviene quando i proventi dell'investimento sono incassati dall'investitore, sempre rispettando le eventuali convenzioni bilaterali contro le doppie imposizioni.

Il trattamento delle plusvalenze in caso di cessione o rimborso delle quote o azioni di un OICR estero coincide con quello previsto per i prodotti nazionali (soglia di esenzione, tassazione al momento del realizzo, ecc.).

Solo il trattamento dei crediti di imposta subisce qualche deroga al regime generale: in linea generale, ai redditi provenienti da OICR esteri non si applica il principio della trasparenza. Quindi, a meno di specifiche disposizioni contenute nei trattati contro le doppie imposizioni, gli investitori residenti non possono portare in deduzione eventuali crediti d'imposta per ritenute a titolo d'acconto effettuate a carico dell'OICR nel paese di residenza dell'OICR stesso.

In definitiva, non sembrano sussistere nell'ordinamento francese particolari previsioni fiscali volte a scoraggiare l'investimento del risparmio interno all'estero, attraverso il canale dei fondi esteri.

### *La tassazione degli investitori non residenti in OICR francesi*

La legislazione francese non prevede, a differenza di quella italiana, particolari agevolazioni nel caso in cui vengano costituiti OICR riservati a sottoscrittori non residenti (come ad es. i cd. fondi dedicati). La tassazione dei redditi da investimento in OICR francesi segue, per i residenti esteri, regole diverse in funzione dell'esistenza o meno di trattati contro le doppie imposizioni tra la Francia e il paese di residenza dell'investitore. Nel caso di inesistenza di convenzioni, che contengono, solitamente, previsioni più favorevoli, con particolare riferimento all'aliquota applicabile, si applicano le regole descritte di seguito, le quali, stante la fitta rete di accordi della Francia con gli altri Stati, hanno carattere residuale.

In assenza di convenzioni, il reddito distribuito dalle SICAV ai non residenti rientra nella categoria dei dividendi ed è soggetto, in prima battuta, ad una ritenuta del 25%, con due eccezioni: se il portafoglio detenuto dalla SICAV è composto interamente da titoli obbligazionari a reddito fisso, i proventi distribuiti sono considerati interessi e non dividendi; la parte dei proventi distribuiti riconducibili a proventi esenti (plusvalenze ed interessi) è a sua volta esente da ritenute alla fonte.

Per quel che concerne i FCP, non essendo contraddistinti da personalità giuridica, i redditi da essi distribuiti mantengono le caratteristiche proprie. Per un investitore non residente ciò significa che la parte di provento riconducibile a reddito da dividendi è soggetta a ritenuta con aliquota del 25%, mentre gli altri tipi di proventi (interessi e *capital gains*) non sono di norma soggetti a ritenuta.

Anche ai non residenti si applica il principio del realizzato: pertanto i proventi capitalizzati dagli OICR sono assoggettati a tassazione solo al momento della effettiva distribuzione, mediante applicazione delle relative ritenute. Non è possibile, quindi, tassare le plusvalenze latenti dovute al differimento della percezione dei risultati dell'investimento.

In linea con il regime generale di esenzione delle plusvalenze dei non residenti, le plusvalenze da questi realizzate in sede di cessione o rimborso delle quote/azioni di OICR non vengono sottoposte a tassazione in Francia.

### *La tassazione delle polizze vita*

L'intervento normativo del 1998 in materia di tassazione del risparmio ha penalizzato in modo rilevante l'investimento in polizze vita, che ha costituito per anni il prodotto "faro" per le famiglie francesi. La reazione nella domanda è stata immediata, con una flessione negativa della raccolta premi già nel primo trimestre del 1998 (1).

La politica di forte agevolazione nei confronti di questi prodotti (erano in passato previste sia la detrazione dall'imponibile di una parte dei premi versati, sia l'esenzione da imposte per i capitali corrisposti su contratti di durata superiore ad otto anni) è stata sostanzialmente limitata dalla legge finanziaria per il 1998. Questa legge ha eliminato le agevolazioni collegate ai premi ed ha assoggettato a tassazione anche le prestazioni derivanti da contratti di durata superiore ad otto anni.

Alla modifica normativa intervenuta possono darsi più letture sul piano sistematico: si può affermare che essa abbia avuto l'intento di riequilibrare il livello di tassazione tra comparto assicurativo e quello del risparmio gestito, a beneficio degli operatori di quest'ultimo settore danneggiati dalla concorrenza su prodotti economicamente fungibili. D'altro canto la riforma non tocca - come ovvio - la massa dei contratti in corso: ne consegue che gli effetti perequativi del provvedimento non si manifesteranno nel breve periodo. Un'altra possibile lettura è quella di vedere nel provvedimento una spinta allo sviluppo dei fondi pensione, che in Francia, come in Italia, stentano a decollare.

L'irretroattività della norma per i contratti già in corso induce a richiamare il trattamento *ante e post* riforma, distinguendo il trattamento riservato ai premi versati, in termini di detrazioni d'imposta concesse al contribuente, da quello previsto per le prestazioni erogate dall'impresa assicurativa (imponibilità e misura della tassazione).

#### *Trattamento dei premi versati (fase del versamento)*

Per i contratti d'assicurazione sottoscritti prima del settembre 1997 (spartiacque dell'*ante e post* riforma), qualora prevedano che il capitale o la rendita non siano corrisposti prima di otto anni dalla stipula, il 25% del premio versato all'assicurazione (2) può essere detratto dall'imposta dovuta, entro determinati limiti massimi (3).

---

(1) La flessione sarebbe stata nel solo primo trimestre 1998 tra il 25 e il 40%.

(2) La detrazione è riferibile unicamente alla parte di premio riservata all'investimento, fissata forfetariamente nell'80% del premio pagato.

(3) Il limite massimo, sempre riferito al premio, è di FF 4.000 (610 €), elevabile di FF 1.000 (152 €) per ogni figlio a carico.

Per contratti sottoscritti o prorogati successivamente, non è più prevista alcuna detrazione se essi danno diritto alla “restituzione” di un capitale. La detrazione è ancora consentita solo in alcuni casi (ad esempio, nel caso di contratti di risparmio per portatori d’handicap (1)).

A partire dal 1999 è stata istituita un’imposta sui premi dello 0,20% a carico delle compagnie di assicurazione.

#### *Trattamento delle prestazioni (fase dell’erogazione)*

Anche per il rimborso del capitale a scadenza, esistono due regimi di tassazione. Il primo regime riguarda i capitali incassati relativi a premi versati in passato (prima del settembre 1997). In questo caso i proventi dell’investimento sono esenti da imposte - eccetto il pagamento del 10% per contributi sociali - se il rimborso avviene dopo otto anni. In caso contrario (rimborso “anticipato”), il contribuente può scegliere se includerli nella base imponibile soggetta all’imposta personale sul reddito, oppure assoggettarli al prelievo liberatorio alla fonte (PFL), con aliquota differenziata in funzione dell’anno di rimborso.

Il secondo regime riguarda i capitali corrisposti su contratti sottoscritti dopo il settembre 1997, che sono assoggettati ad imposta sul reddito o, in via opzionale, al prelievo liberatorio (2). A differenza del primo regime, il capitale rimborsato anche dopo un lungo periodo non è più esente: oltre gli otto anni, esso viene tassato con PFL del 7,5% (con PFL del 15%, se il contratto ha durata compresa tra 4 ed 8 anni, o con PFL del 35%, nel caso durata inferiore ai 4 anni).

L’intero capitale è comunque sempre assoggettato ai contributi sociali. Il prelievo del 10% è effettuato ogni anno, da parte delle compagnie di assicurazione, sul rendimento della gestione; nel caso di contratti “*en unités de compte*” (caratterizzati dalla variabilità dei rendimenti), i contributi sociali sono dovuti in un’unica soluzione al momento dell’erogazione del capitale.

Sono sempre esenti le prestazioni erogate nel caso morte.

L’aliquota del PFL varia come evidenziato nella seguente tabella:

Durata del contratto in anni	Aliquota per contratti <i>ante</i> settembre 1997	Aliquota per contratti <i>post</i> settembre 1997
< 4	35%	35%
4-8	15%	15%
>8	esenzione	7,5%

Le rendite vitalizie derivanti dai contratti assicurativi sono, di norma, assoggettate ad imposta sul reddito per una frazione del loro ammontare, frazione che varia in funzione dell’età del percipiente (3). Sulla parte di rendita assoggettata a tassazione sono dovuti anche i contributi sociali.

(1) In questi casi, il limite massimo di detraibilità è più elevato di quello ordinario.

(2) Tale regime prevede un abbattimento fisso della base imponibile, per ogni anno di durata del contratto, di 30.000 FF, 4.573 € (60.000 FF, 9.147 € per nucleo familiare).

(3) La quota è del 70% se il percipiente ha meno di 50 anni, 50% se ha tra 50 e 59 anni, 40% se ha tra 60 e 69 anni, 30% se ha più di 69 anni.

### *Il trattamento di altre forme di gestione del risparmio*

In Francia sono presenti alcuni prodotti finanziari rientranti nell'ambito del risparmio gestito, riservati ai residenti, non inquadrabili univocamente nelle precedenti categorie.

In termini quantitativi, tali prodotti ricoprono una quota di mercato significativa: nel 1998 i piani di risparmio popolare (PEP) e in azioni (PEA) superavano il 5% dell'ammontare totale degli investimenti delle famiglie francesi. Il ruolo svolto da questi prodotti per lo sviluppo del mercato finanziario francese è stato nel tempo rilevante: molti di essi hanno costituito il volano alla canalizzazione della ricchezza delle famiglie verso il mercato azionario francese, agevolando così la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese nazionali.

#### *PEA (Plan d'Epargne en Actions)*

I PEA, piani di investimento in azioni di società francesi, sono nati nel 1992 per stimolare - come sopra accennato - i risparmiatori ad investire in capitale di rischio e, conseguentemente, a finanziare le imprese; nel tempo hanno avuto uno straordinario successo favorito dal contemporaneo aggravio del livello di tassazione sulle plusvalenze (passato dal 20,9% all'attuale 26%) e alla progressiva riduzione della soglia di esenzione soggettiva.

I PEA possono essere sottoscritti esclusivamente da persone fisiche residenti: ogni risparmiatore non può detenere più di un PEA (due per ogni nucleo familiare). I versamenti ai PEA debbono avvenire entro 8 anni dalla costituzione del piano e non possono superare complessivamente FF 600.000 (91.649 €), esclusi i proventi capitalizzati.

Ai versamenti nel piano non è collegato alcun beneficio fiscale: i vantaggi fiscali dei PEA sono invece legati ai proventi generati nell'ambito della gestione dei fondi versati. Infatti, gli interessi, i dividendi e i *capital gains* conseguiti dopo cinque anni (1) sono esenti da qualunque imposta sul reddito; inoltre i crediti d'imposta sui dividendi incassati sono rimborsati dall'Amministrazione finanziaria ai PEA.

#### *PER (Plan d'Epargne Retraite)*

I PER, piani pensionistici individuali introdotti nel 1986, ma operativi solo dal 1988, sono stati soppressi nel 1990 e sostituiti dai PEP. La legge istitutiva dei PEP ha autorizzato i possessori di PER a trasferire su questo nuovo tipo d'investimento le somme già

---

(1) Il rimborso dei versamenti effettuati (e dei frutti degli investimenti) può essere chiesto in qualsiasi momento, con diversi effetti, però, riguardo alla tassazione della plusvalenza conseguita. Infatti, se il rimborso avviene entro due anni dal primo versamento, la differenza tra valore fiscale del rimborso e valore fiscale dei versamenti è tassata con aliquota del 32,5% (comprensiva di 10% di contributi sociali). Se il rimborso, invece, è richiesto tra il terzo e il quinto anno, la plusvalenza di liquidazione è soggetta ad un prelievo forfetario del 26% (comprensiva di 10% di contributi sociali). In entrambi i casi, le plusvalenze sono esenti da imposta se rientrano nella soglia di esenzione annuale di FF 50.000 (7.622 €.) Tutti i rimborsi effettuati dopo il quinto anno sono in esenzione d'imposta. Sono esentati da imposta anche i rimborsi effettuati per cause di forza maggiore (morte del titolare del PEA, suo trasferimento all'estero, ecc.), in qualunque momento ciò accada. Il risparmiatore, inoltre può richiedere il rimborso del PEA sotto forma di rendita vitalizia: se ciò avviene dopo 8 anni dall'apertura del PEA, la rendita è esente da imposte. Sia la rendita che i rimborsi effettuati in esenzione d'imposta sono però assoggettati ai contributi sociali (10% complessivo).

versate sul PER. È stato consentito, comunque, di conservare i PER già esistenti, ma senza poter effettuare nessun versamento ulteriore.

### *PEP (Plan d'Épargne Populaire)*

I PEP, piani di risparmio destinati alla previdenza individuale, consistono nell'accredito di somme su conti creati *ad hoc* presso banche abilitate o società assicurative: queste ultime gestiscono a dicembre '98 poco più di un quarto della quota di mercato del prodotto (1). Le somme versate debbono essere investite in attività finanziarie a lungo termine (quote di fondi, titoli con capitalizzazione degli interessi, contratti assicurativi).

I versamenti ai PEP possono essere fatti nel limite di FF 600.000 (91.649 €) complessivi per persona. Il rimborso del capitale investito può avvenire sotto forma di capitale o di rendita vitalizia. Il PEP viene chiuso in caso di morte del risparmiatore o di prelievo effettuato entro due anni dall'apertura.

Il reddito generato dagli investimenti viene reinvestito sino a scadenza del PEP, in completa esenzione d'imposta, e il credito d'imposta sui dividendi spettanti nell'ambito del PEP viene rimborsato dall'Amministrazione finanziaria. Tali redditi sono però assoggettati a prelievo del 10% a titolo di contributi sociali.

I rimborsi del capitale investito, se effettuati dopo otto anni dall'inizio dei versamenti, sono esenti da imposte sul reddito. In caso contrario, le plusvalenze conseguite dall'investitore vanno a far parte del reddito imponibile complessivo, oppure possono essere assoggettate a tassazione forfettaria proporzionale (2).

Se il PEP prevede la corresponsione di una rendita vitalizia, il 25% dei versamenti effettuati è detraibile dall'imposta, allo stesso modo dei premi pagati sulle assicurazioni vita, entro gli stessi limiti previsti per i premi assicurativi.

### *PRE (Participation aux Résultats de l'Entreprise)*

I PRE sono piani di partecipazione dei dipendenti ai profitti dell'impresa. Le somme spettanti ai dipendenti possono essere reinvestite in quote di SICAV o di FCP. Le somme che affluiscono ai PRE sono esenti da imposta sul reddito se non vengono distribuite ai dipendenti prima di cinque anni.

Allo stesso modo, l'esenzione si applica ai redditi conseguiti nell'investimento delle somme affluite al PRE, purché anch'essi siano indisponibili per il periodo di tre o cinque anni. Ciò permette che i crediti d'imposta sui dividendi possano essere richiesti a rimborso dai PRE.

### ***Gli adempimenti degli intermediari e dei contribuenti***

Il ruolo degli intermediari e dei fondi in Francia è particolarmente rilevante, in relazione, da un lato, ai principi di neutralità e trasparenza adottati per il risparmio gestito,

---

(1) Alla stessa data, l'ammontare totale del risparmio impegnato in PEP era pari a circa 650 miliardi di franchi (99 mld. di €; CONSEIL DES IMPÔTS).

(2) L'aliquota è pari al 35%, se il rimborso avviene durante i primi quattro anni, o al 15%, se avviene tra il quinto e l'ottavo anno.

e, dall'altro, per l'applicazione diffusa del prelievo definitivo (PFL) nelle forme di investimento diretto.

Gli intermediari intervengono, nell'ambito della tassazione del risparmio, sia in veste di sostituti d'imposta, sia nella trasmissione di informazioni all'Amministrazione finanziaria.

Quali *paying agents* sono tenuti, su richiesta del risparmiatore, all'applicazione del PFL. Essi, inoltre, devono effettuare le ritenute sui dividendi distribuiti dagli OICR ai non residenti. Va peraltro ricordato che la ritenuta sui dividendi azionari, percepiti direttamente - senza cioè il filtro di un fondo - dai non residenti, è applicata dagli emittenti.

Per quel che riguarda i contributi sociali, gli intermediari devono effettuare il prelievo del 10% nei casi previsti (PFL, assicurazione vita, PEA, ecc.) e versarlo mensilmente.

Tutti gli intermediari che svolgono la funzione di *paying agents* (banche, OICR, assicurazioni, i gestori di PEA, PEP, PER) devono comunicare annualmente all'Amministrazione finanziaria le transazioni effettuate per conto dei clienti sia in Francia che all'estero.

quadro 1F

**LIVELLO DI PRELIEVO SUI PROVENTI DI ALCUNI PRODOTTI FINANZIARI  
PER I RISPARMIATORI RESIDENTI IN FRANCIA**

Proventi	Contributi sociali (%)	Imposte (%)	Prelievo complessivo (%)
Dividendi .....	10	progr. (10,5 - 54)	progr. (19,96 - 61,25) *
Interessi .....	10	15	25
Plusvalenze .....	10	16	26
Assicurazioni vita (> 8 anni) .....	10	7,5	17,5
PEP (> 8 anni) .....	10	0	10
PEA (> 5 anni) .....	10	0	10

\*Le aliquote indicate tengono conto della possibilità di dedurre dall'imponibile una parte dei contributi sociali (5,1% dovuto per CGS).

Entro il 15 febbraio di ogni anno per ogni cliente deve essere prodotta al Fisco una dichiarazione, composta di due modelli: il mod. 2561 e il mod. 2561-bis. In ognuno debbono essere indicati: l'ammontare delle cessioni di valori mobiliari effettuate nell'anno di riferimento; i proventi che questi hanno generato, distinguendo tra quelli assoggettati o meno a PFL; i proventi sui quali già sono stati versati dal *paying agent* gli oneri sociali; l'ammontare di *avoir fiscal* che deve essere riconosciuto al risparmiatore. La differenza tra i due modelli risiede nell'oggetto della dichiarazione: il mod. 2561 riguarda tutte le tipologie di valori mobiliari, ad eccezione delle operazioni su contratti derivati, dei FCPR e degli investimenti in società di *venture capital*, i proventi dei quali vanno nel mod. 2561-bis. Le dichiarazioni devono essere trasmesse dall'intermediario all'Amministrazione finanziaria in via telematica se nell'anno il numero di segnalazioni è elevato (oltre 30.000 dichiarazioni).

Al contribuente deve poi essere inviato il mod. 2561-ter, nel quale sono contenute le informazioni necessarie al risparmiatore per assolvere ai propri obblighi fiscali. Il mod. 2561-ter è composto da due parti: la prima è una certificazione dei crediti d'imposta attribuiti al contribuente e che possono essere fatti valere in sede di dichiarazione annuale dei redditi, alla quale tale certificato deve essere allegato. Nella seconda parte, invece, sono riportate tutte le informazioni necessarie alla compilazione della dichiarazione delle plusvalenze (o minusvalenze) conseguite dall'investitore nell'anno. Spetta al contribuente, infatti, dichiarare all'Amministrazione fiscale le plusvalenze conseguite in ogni periodo d'imposta, presentando, insieme alla dichiarazione dei redditi un apposito modello (mod. 2074) entro il 15 marzo dell'anno successivo. Sulle plusvalenze dichiarate dovrà calcolare l'imposta e i contributi sociali dovuti.

## Lussemburgo

### *La tassazione delle gestioni patrimoniali*

Così come in tutti i paesi del campione, le gestioni patrimoniali sono assimilabili, da un punto di vista fiscale, all'investimento diretto effettuato da un investitore residente in azioni od obbligazioni. I proventi tassabili sono quindi riconducibili alle categorie dei dividendi, degli interessi o dei *capital gains*.

#### *Dividendi ed interessi*

I dividendi e gli interessi derivanti dal portafoglio gestito vanno a far parte del reddito imponibile. Mentre i dividendi sono assoggettati a ritenuta d'acconto del 25%, gli interessi non sono soggetti ad alcuna ritenuta alla fonte.

Per attenuare il fenomeno della doppia tassazione in capo alla società ed in capo al socio, il sistema fiscale lussemburghese prevede che il 50% dei dividendi, se erogati da una società assoggettata ad imposta sul reddito con aliquota ordinaria, non sia imponibile.

Così come avviene in altri paesi europei (Francia) è prevista una soglia di esenzione dall'imposta sul reddito pari a LUF 60.000 - 1.487 € (LUF 120.000 - 2.975 € - per un nucleo familiare) (1). Inoltre gli investimenti in società residenti che operano in settori particolari sono incoraggiati attraverso il riconoscimento della deducibilità dal reddito delle somme investite, con un limite massimo di LUF 60.000 - 1.487 € (LUF 120.000 - 2.975 € - per nucleo familiare).

A tali misure si accompagna la rilevante opportunità di dedurre, dal reddito da attività finanziarie, gli interessi passivi pagati sui debiti contratti per acquistare i titoli: è questa una caratteristica del tutto peculiare nello scenario europeo. Il limite massimo annuo di deducibilità è pari a 27.000 LUF (669 €; incrementabile della stessa cifra per il coniuge e per ogni figlio minore di 21 anni). In tal modo i contribuenti possono sostanzialmente ridurre l'onere fiscale gravante sul rendimento dei titoli.

Gli interessi corrisposti ad investitori non residenti non sono soggetti a ritenuta; i dividendi, invece, scontano una ritenuta alla fonte del 25%, tranne il caso in cui le convenzioni bilaterali contro le doppie imposizioni non prevedano un'aliquota inferiore o pari a zero.

#### *Capital gains*

Le plusvalenze derivanti da cessione di titoli ed obbligazioni sono generalmente esenti da imposte. I *capital gains* (sopra una certa soglia, 10.000 LUF - 248 € - rapportata al valore delle operazioni) sono tassabili solo se derivanti da operazioni speculative,

---

(1) Nel calcolo della soglia di esenzione devono essere considerati sia i dividendi che gli interessi incassati.

così come previsto in Germania: sono considerate tali le cessioni che avvengano prima di 6 mesi dall'acquisto. Sono inoltre tassate le plusvalenze da partecipazioni qualificate: è qualificata la quota partecipativa superiore al 25% del capitale della società posseduta dal nucleo familiare.

Nel caso di plusvalenze speculative, i *capital gains* sono inclusi nel reddito imponibile e vengono tassati all'aliquota marginale del contribuente. Per i *capital gains* derivanti da partecipazioni qualificate, la plusvalenza viene dapprima rettificata tenendo conto dell'inflazione, quindi ridotta di una franchigia (1): la somma rimanente viene tassata ad un'aliquota pari alla metà dell'aliquota d'imposta media applicata sul reddito totale del contribuente.

La compensazione tra minusvalenze e plusvalenze è consentita, ma solo all'interno della stessa categoria di redditi: è possibile quindi la compensazione unicamente tra minusvalenze speculative e plusvalenze speculative, o tra minusvalenze e plusvalenze su partecipazioni qualificate. Eventuali eccedenze di minusvalenze non sono riportabili agli esercizi successivi.

Qualora il contribuente abbia contratto debiti per acquistare titoli, può, come già ricordato, dedurre dal reddito imponibile gli interessi passivi pagati. L'esenzione accordata alle plusvalenze, però, comporta che tali interessi passivi possano non essere deducibili integralmente. Infatti il reddito da investimento dovrà essere ripartito nelle sue diverse componenti (dividendi, interessi, plusvalenze tassate e plusvalenze esenti), individuandone la quota soggetta a tassazione e quella esente; potrà essere dedotta dal reddito, quindi, solo una parte degli interessi passivi, in misura pari al rapporto esistente tra redditi tassati e redditi complessivi.

Come generalmente previsto in Europa, il sistema lussemburghese accorda ai non residenti un regime di esenzione sulle plusvalenze.

### *Proventi di fonte estera*

I proventi degli investimenti effettuati all'estero, così come quelli di fonte interna, sono sottoposti a tassazione progressiva per gli investitori lussemburghesi.

I dividendi di fonte estera non godono dell'abbattimento della base imponibile del 50%. Le ritenute subite e le imposte pagate all'estero possono essere detratte delle imposte dovute in Lussemburgo; è concesso in tal caso un credito d'imposta pari all'imposta pagata (non superiore al 25% del reddito percepito e al 20% delle imposte complessivamente dovute).

### *La tassazione degli OICR e degli investitori*

Coerentemente con il principio di indifferenza tra tassazione dei redditi derivanti da gestioni collettive del risparmio e quella dei redditi da investimento diretto, le varie forme di investimento nelle gestioni collettive sono trattate come entità trasparenti da

---

(1) La franchigia è pari a 2.000.000 LUF, 49.579 € (LUF 4.000.000 - 99.157 € - per due coniugi; tale deduzione può essere applicata una sola volta in un periodo di 11 anni).

un punto di vista fiscale, cosicché i redditi ad esse riconducibili sono tassati direttamente in capo agli investitori (1). Gli OICR, quindi, sono esenti da imposta sul reddito di impresa (2); conseguentemente non hanno diritto ad alcun credito d'imposta sui dividendi conseguiti (3). Gli OICR non sono soggetti neanche all'imposta patrimoniale, pari allo 0,5% del patrimonio netto.

Le gestioni collettive sono colpite, però, dalle imposte indirette. Innanzitutto, al momento della costituzione dell'OICR deve essere pagata una tassa di registrazione di LUF 50.000 (1.239 €). Inoltre, essi devono corrispondere una tassa di iscrizione annuale (*taxe d'abonnement*), pari, in prima battuta, allo 0,06% del totale del patrimonio gestito. La tassa di abbonamento, che viene versata ogni quattro mesi, corrisponde di fatto al "prezzo" che i gruppi multinazionali corrispondono all'Erario lussemburghese per potere insediare nel paese proprie società di gestione in completa esenzione dall'imposta sui redditi. Non tutti i fondi scontano la tassa di abbonamento. Sono previste alcune eccezioni: i fondi che investono in quote di altri fondi sono esenti, mentre sono favoriti (con aliquota ridotta allo 0,01%) i fondi riservati ad investitori istituzionali e quelli monetari (che investono esclusivamente in strumenti del mercato monetario che abbiano vita residua non superiore a 12 mesi).

I fondi, poi, non sono soggetti ad IVA: ciò implica, d'altronde, che essi non possono recuperare l'IVA pagata a monte.

Particolarmente significativo e strategico per lo sviluppo della piazza finanziaria è il trattamento riservato alle società di gestione dei FCP: esse sono considerate fiscalmente un soggetto unico insieme al fondo e sono esenti dall'imposta sul reddito e dall'imposta sul patrimonio netto. È facile comprendere la portata di questa previsione: in Italia gli utili conseguiti dalle SGR sono comunemente soggetti all'imposizione societaria (IR-PEG e IRAP). Solo se la società di gestione amministra più di un fondo, viene colpita dalla tassazione ordinaria, sulla base della considerazione di difficile spiegazione che la plurigestione costituisca esercizio di attività commerciale. Le SGR plurifondo scontano anche l'imposta patrimoniale.

Le SICAV e le SICAF possono avvalersi, per l'investimento dei capitali raccolti, di "advisor companies". Anche queste, come le società di gestione degli FCP, sono esenti

---

(1) Come in Francia, le tipologie prevalenti di OICR lussemburghesi sono riconducibili alle **SICAV** (società d'investimento a capitale variabile), alle **SICAF** (società d'investimento a capitale fisso), completamente assimilabili da un punto di vista fiscale alle SICAV, e i **FCP** (*fonds commun de placement*) che non hanno personalità giuridica e sono formati da due entità, la banca depositaria e la società di gestione. Possono prevedere sia la capitalizzazione dei risultati ottenuti (fondi ad accumulazione), sia la loro distribuzione.

(2) L'aliquota legale d'imposta sul reddito d'impresa è pari al 30%; essa sale al 37,45% se si tiene conto della sovrainposta del 4% a favore del fondo occupazione e dell'imposta locale sulle attività produttive. Per società con reddito imponibile inferiore a LUF 600.000 (14.874 €) l'aliquota d'imposta è ridotta.

(3) Nel caso di investimenti effettuati all'estero da parte del FCP o della SICAV/SICAF, il recupero di eventuali imposte o ritenute subite dall'OICR all'estero è regolato essenzialmente dai trattati bilaterali contro le doppie imposizioni siglati dal Lussemburgo.

Per i FCP non esiste la possibilità di richiedere direttamente l'applicazione delle convenzioni, dato che essi non hanno personalità giuridica; è quindi onere dell'investitore attivarsi per richiedere l'applicazione di quanto previsto dalle diverse convenzioni. In tale attività il risparmiatore può richiedere l'intervento (non dovuto) della società di gestione o della banca depositaria.

L'applicazione alle SICAV e alle SICAF dei trattati, invece, è rimessa al riconoscimento di queste ultime negli accordi stessi; ciò è permesso dai trattati stipulati con Germania, Austria, Cina, Corea del sud, Finlandia, Malta, Polonia e Romania. È previsto il rimborso delle ritenute su interessi relative a determinate categorie di titoli da parte di Spagna e Gran Bretagna.

da imposta sul reddito - e soggette solo ad una tassa annuale dello 0,2% sul capitale - al ricorrere di determinate condizioni: se amministrano una sola SICAV/SICAF; se almeno il 5% del loro patrimonio, con un minimo di LUF 2.000.000 (49.579 €), è investito nella SICAV/SICAF; se hanno un capitale sociale non inferiore a LUF 3.000.000 (74.368 €).

#### *La tassazione degli investitori lussemburghesi in OICR lussemburghesi*

A differenza di quanto avviene nell'investimento diretto, nel quale i dividendi sono soggetti a ritenuta, quelli distribuiti dalle SICAV o dalle SICAF non sono soggetti ad alcun prelievo alla fonte: essi vanno a far parte del reddito imponibile dell'investitore, ma non godono dell'esenzione del 50% riconosciuta ai dividendi distribuiti dalle altre società, poiché le SICAV e le SICAF sono esenti da imposta sul reddito d'impresa.

L'investimento in SICAV o SICAF che distribuiscono dividendi non è pertanto vantaggioso per un investitore lussemburghese, dato che, in caso di investimento diretto, potrebbe avvalersi - con riferimento ai dividendi - del "credito d'imposta" nonché delle esenzioni sui dividendi e sulle plusvalenze realizzate. Tali esenzioni, invece, non sono ottenibili per le plusvalenze realizzate dalla SICAV/SICAF e poi distribuite ai risparmiatori sotto forma di dividendi. Il principio della neutralità tra le diverse forme di risparmio gestito trova pertanto per gli investitori nazionali rilevanti deroghe.

Dal momento che gli FCP sono considerati fiscalmente trasparenti, i sottoscrittori delle quote sono soggetti a tassazione come nel caso di investimento diretto.

Nel caso di cessione o rimborso delle quote o delle azioni di OICR, se le quote sono detenute per un periodo minimo di sei mesi le plusvalenze conseguite non sono mai tassate. D'altro canto le eventuali "plusvalenze speculative" realizzate dagli OICR nella gestione non sono comunque tassate in capo agli investitori.

Il principio della trasparenza che vige per gli FCP implica che l'investitore possa godere dei crediti d'imposta provenienti dall'attività d'investimento dei fondi. Di fatto, osservata la non imponibilità delle plusvalenze derivanti dalla cessione o dal rimborso delle quote, gli investitori in fondi a capitalizzazione raramente sono spinti a dichiarare i proventi in questione e quindi non usufruiscono della possibilità di recuperare tali crediti d'imposta.

#### *La tassazione degli investitori lussemburghesi in OICR esteri*

Il trattamento di un investitore residente in Lussemburgo che investa attraverso un OICR di diritto estero è uguale a quello previsto per gli investimenti in un OICR di diritto lussemburghese.

#### *La tassazione degli investitori non residenti in OICR lussemburghesi*

Il regime dei non residenti è particolarmente favorevole. Sui redditi distribuiti da SICAV/SICAF o FCP a non residenti non sono previste ritenute. Gli stessi investitori esteri non sono soggetti a tassazione per capital gains ottenuti attraverso la cessione di quote in FCP o SICAV/SICAF, eccetto il caso in cui si tratti di partecipazione rilevante (tassazione con aliquota del 15%).

In linea di principio, i crediti d'imposta attribuiti all'OICR non possono essere trasferiti ai non residenti. Solo qualora si tratti di crediti d'imposta per dividendi su azioni di società residenti in Lussemburgo, il trasferimento del credito può avvenire se il paese di residenza dell'investitore accetta il principio di trasparenza dei FCP lussemburghesi.

### ***La tassazione delle polizze vita***

Il sistema lussemburghese prevede un regime di particolare favore per i prodotti assicurativi, condizionato ad una durata contrattuale estesa: 10 anni (rispetto agli 8 anni della Francia e ai 5 dell'Italia). Per una ricognizione della fiscalità dell'investimento in polizze vita, è necessario distinguere il trattamento riservato ai premi versati, in termini di detrazioni d'imposta concesse al contribuente, da quello previsto per le prestazioni.

#### ***Premi versati (fase del versamento)***

Se il contratto d'assicurazione prevede che il capitale o la rendita non siano corrisposti prima di dieci anni dalla stipula, i premi versati all'assicurazione possono essere dedotti dall'imponibile, entro un limite massimo (LUF 27.000 - 669 € (1), elevabile di LUF 27.000 per il coniuge e ogni figlio minore di 21 anni). Il limite è aumentato (a LUF 48.000 - 1.190 €) per i contratti (sempre con durata minima di 10 anni) che garantiscono una rendita mensile a scadenza, pagabile a partire dal sessantesimo anno di età o in caso di infermità o malattia.

#### ***Prestazioni (fase dell'erogazione)***

I capitali rimborsati sono esenti da imposta, sempre se il contratto è di durata superiore ai 10 anni. Nel caso di rimborso anticipato, il capitale è considerato reddito straordinario e tassato come le partecipazioni "qualificate", cioè con aliquota pari al 50% dell'aliquota media del contribuente.

Le rendite, sia vitalizie che temporanee, sono incluse nel reddito imponibile per il 50% del loro valore. Se il contratto ha durata inferiore a 10 anni, l'intero ammontare della rendita concorre alla determinazione del reddito imponibile.

### ***Adempimenti degli intermediari e dei contribuenti***

Il *burden of compliance* degli intermediari lussemburghesi è assai ridotto. Essi non sono tenuti ad effettuare alcuna comunicazione all'Amministrazione fiscale, in virtù della salda regola del segreto bancario che caratterizza la legislazione lussemburghese. Solo le imprese devono applicare la ritenuta d'acconto del 25% sui dividendi distribuiti e

---

(1) La deduzione in questione non deve essere confusa con l'esenzione concessa sui redditi da capitale per interessi passivi.

versare quanto trattenuto al Fisco. Sugli interessi - come già segnalato - non sono previste ritenute alla fonte, né sono previsti prelievi alla fonte per i non residenti sui proventi da OICR.

Qualora gli OICR distribuiscano i risultati della gestione, essi non sono obbligati ad inviare il prospetto di ripartizione dei proventi nelle varie categorie di redditi da attività finanziarie (interessi, dividendi e plusvalenze); ciò avviene solo su iniziativa del contribuente, qualora quest'ultimo sia interessato a recuperare eventuali crediti d'imposta sui dividendi o su imposte pagate all'estero.

quadro 1 L

**LIVELLO DI PRELIEVO SUI PROVENTI DI ALCUNI PRODOTTI FINANZIARI PER I RISPARMIATORI RESIDENTI IN LUSSEMBURGO**

Proventi	Imposte (%)
Dividendi e interessi .	progr. (6.15 - 47.15)
Plusvalenze (cessione oltre 6 mesi) .....	esenti
Assicurazioni vita (> 10 anni) .....	esenti

Va sottolineato comunque come l'attività in questione viene generalmente svolta dalla società di gestione o dalla banca depositaria: questa attività è configurabile come un servizio offerto al contribuente/cliente e non come un adempimento di natura tributaria.

## Germania

### *La tassazione delle gestioni patrimoniali*

Come in tutti gli altri paesi del campione, non è riscontrabile in Germania una specifica disciplina per il prodotto “gestione patrimoniale”: esso è pertanto assimilabile, da un punto di vista fiscale, all’investimento diretto.

La tassazione dei proventi delle GPM coincide quindi con quella delle altre attività finanziarie e rientra nel regime generale dell’imposizione personale: tali proventi sono soggetti a tassazione ordinaria (progressiva) nell’ambito della dichiarazione annuale. Le persone fisiche residenti sono tassate sulla base del principio del *world-wide income*: sono pertanto imponibili tutti i proventi ovunque conseguiti (compresi quelli di provenienza estera, ai quali sono generalmente applicabili i regimi convenzionali contro le doppie imposizioni).

Al fine di agevolare il risparmio, la disciplina attuale riconosce alle persone fisiche residenti un’esonazione pari a 6.100 DM (3.119 €) (1). Essa copre tutti i redditi di capitale, ivi compresi i dividendi. Per fruire dell’esonazione già in sede di ritenuta alla fonte è sufficiente la sottoscrizione di un’attestazione valida per un anno.

A partire dal 1° gennaio 1997, è stata abolita l’imposta patrimoniale (*Vermgensteuer*) con aliquota dell’1%.

### *Dividendi*

Per i soggetti residenti, i dividendi di fonte interna sono soggetti alla tassazione personale progressiva e ad una ritenuta alla fonte a titolo d’acconto nella misura del 26,37% (2). È previsto inoltre un sistema di imputazione del credito d’imposta (pari a 3/7 dei dividendi ricevuti) per il recupero dell’imposta societaria (3).

Ai non residenti viene applicata la medesima aliquota del 26,37% (4) ma non è prevista la possibilità di recuperare il credito d’imposta. L’aliquota può essere ridotta (normalmente al 15%, per mezzo di procedure di rimborso) sulla base dei trattati stipulati con il paese estero di residenza dell’investitore.

### *Interessi bancari e obbligazionari*

Come i dividendi, gli interessi percepiti da persone fisiche residenti sono soggetti alla tassazione personale progressiva ma con una ritenuta alla fonte a titolo d’acconto

---

(1) La franchigia è stata ridotta a 3.100 DM (1.585 €) a partire dal 2000.

(2) Aliquota del 25% più una sovrainposta di solidarietà del 5,5%.

(3) In Germania, l’aliquota d’imposta sui redditi delle società è pari al 30% per gli utili distribuiti e al 40% per quelli capitalizzati (prima della riforma fiscale del 1999 era pari al 45%); va corrisposta inoltre una sovrainposta di solidarietà del 5,5% sull’imposta societaria dovuta.

(4) Nel caso in cui il paese di residenza dell’investitore abbia stipulato un trattato contro le doppie imposizioni con la Germania, la sovrainposta di solidarietà del 5,5% non trova applicazione; l’aliquota base si riduce quindi al 25%.

superiore, pari al 31,65% (1). Per i titoli *zero coupon*, in assenza di operazioni di compravendita, la tassazione degli interessi avviene a scadenza del titolo, con un conseguente effetto di *tax deferral*. Tale fenomeno va, tuttavia, ridimensionato in relazione alle soglie di esenzione annue fissate in misura fissa; in altri termini, il conseguimento degli interessi in un'unica soluzione a scadenza, può comportare l'incapienza del *plafond* di esenzione di 6.100 DM (3.119 €).

Al contrario, per i soggetti non residenti non è prevista l'applicazione di ritenute sugli interessi, sempreché non derivino da particolari tipologie di obbligazioni o di transazioni (ad esempio: obbligazioni paramtrate agli utili che scontano la ritenuta del 26,37%; transazioni anonime *over the counter* soggette a ritenuta del 36,92%). Nell'eventualità che vi sia stata applicazione di ritenuta sugli interessi è prevista, analogamente a quanto avviene per i dividendi, la possibilità di rimborsi d'imposta in forza di trattati contro le doppie imposizioni stipulati con il paese di residenza dell'investitore.

### *Capital gains*

In Germania - a differenza di quanto avviene in altri paesi quali la Francia e l'Italia - non c'è un sistema generalizzato di tassazione delle plusvalenze; queste vengono tassate solo in casi particolari. Il tendenziale regime di favore per i guadagni di capitale è stato ridimensionato in occasione della riforma fiscale del 1999: da essa deriva un inasprimento della tassazione dei redditi diversi.

Le plusvalenze finanziarie sono imponibili se "speculative": sono considerate tali le cessioni avvenute entro un anno dalla data di acquisto (il termine era di sei mesi prima della riforma fiscale del 1999). Nel caso di operazioni speculative, è riconosciuta comunque un'esenzione annua specifica pari a 999 DM (511 €). I *capital gains* conseguiti attraverso operazioni "speculative" che superano la specifica soglia di esenzione sono tassati per intero e soggetti a imposizione progressiva. Le plusvalenze speculative possono essere compensate solo con le minusvalenze della stessa natura realizzate nello stesso periodo d'imposta.

I *capital gains* sono inoltre imponibili - e, quindi, soggetti all'imposta personale progressiva (anche se con alcuni correttivi di favore) - nel caso di cessione di partecipazioni qualificate (2). Anche per esse è prevista la compensazione "omogenea" (solo con minusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate).

Data la non imponibilità dei *capital gains* non speculativi, il legislatore fiscale ha provveduto a precisare, anche se non in maniera esaustiva, in quali casi il provento ricevuto non possa comunque essere considerato *capital gains*, ma debba essere classificato

---

(1) Aliquota del 30% più una sovrapposta di solidarietà del 5,5%. Per le transazioni anonime *over the counter*, la ritenuta è più elevata (36,92%).

(2) Sono considerate tali le partecipazioni derivanti dalla vendita, nell'arco dell'anno d'imposta, di azioni di società (residenti o non residenti) di cui il soggetto abbia detenuto, nell'arco dei 5 anni precedenti, direttamente o indirettamente, un ammontare pari o superiore al 10% del capitale (fino al 1998, il limite di partecipazione era di oltre il 25%). Ai *capital gains* derivanti da partecipazioni qualificate, si applica una soglia di esenzione di 20.000 DM (10.226 €) se la plusvalenza non supera 80.000 DM (40.903 €) e se la partecipazione posseduta è interamente ceduta. Qualora la plusvalenza superi il limite di 80.000 DM (40.903 €), l'esenzione di 20.000 DM (10.226 €) è ridotta dell'eccedenza. Se la partecipazione detenuta viene ceduta solo in parte, le soglie di 20.000 DM e di 80.000 DM sono ridotte proporzionalmente.

come reddito di capitale. Dal 1994 è stato adottato il principio della “sostanza oltre la forma”, e non vengono considerati interessi i proventi derivanti da strumenti finanziari in cui l’investitore assume il rischio di perdere parte o tutto del capitale investito. Fra i proventi che non possono essere considerati plusvalenze, si segnalano i guadagni derivanti dalla cessione di titoli il cui rendimento è determinato dallo scarto di emissione per un valore superiore a determinate percentuali fissate dalle autorità tedesche (si tratta sostanzialmente di *zero-coupon bonds* o di *deep discount bonds*); sono fuori dal novero delle plusvalenze anche i guadagni derivanti dalla compravendita di particolari strumenti derivati, creati con tecniche di “ingegneria finanziaria” che permettano di sostituire, sotto il profilo economico, titoli obbligazionari.

Per quanto riguarda invece i soggetti non residenti, la tassazione dei *capital gains* sulle attività finanziarie è limitata al solo caso di cessione di partecipazioni qualificate. Conseguentemente, i non residenti godono, come negli altri paesi, di un regime di favore rispetto ai soggetti residenti data la non imponibilità dei *capital gains* “speculativi”.

### *Proventi di fonte estera*

Il contribuente tedesco può ottenere un credito d’imposta per le imposte subite all’estero se l’imposta pagata (di norma, attraverso le ritenute) è paragonabile all’imposta tedesca sulle persone fisiche e se la medesima imposta è definitiva, cioè non soggetta a procedure di rimborso. L’importo del credito d’imposta non deve eccedere l’imposta tedesca dovuta sui redditi di fonte estera (1).

Viceversa, nel caso in cui vi sia rimborso d’imposta in applicazione dei trattati internazionali contro le doppie imposizioni, non sono previste forme di detrazione o di deduzione dell’imposta pagata all’estero.

### *La tassazione degli OICR e degli investitori*

A partire dal 1° aprile 1998, oltre ai consueti fondi comuni di diritto tedesco di tipo aperto (*open-end funds*), è possibile costituire fondi comuni di diritto tedesco di tipo chiuso (*closed-end funds*). Questi ultimi sono costituiti in forma di società di capitali e trattati come tali sotto il profilo fiscale (2). I fondi aperti, in quanto privi di personalità giuridica, sono considerati, ai fini fiscali, soggetti passivi d’imposta, ma sono esenti.

In particolare, i fondi comuni di tipo aperto sono esenti dall’imposta sulle società (*Körperschaftsteuer - Kst*) e dalla tassa sugli affari (*Gewerbesteuer*). Sono trattati, sotto il profilo impositivo, come soggetti trasparenti sia nel caso di accumulo sia nel caso

---

(1) È utile sottolineare che i crediti d’imposta vantati dal fondo per la quota di imposte pagate all’estero e non rimborsate, devono essere riconosciuti agli investitori. Al contrario di quanto avviene in caso di investimento diretto da parte del risparmiatore, la quota di imposta rimborsabile non è soggetta al limite costituito dall’ammontare dell’imposta tedesca applicabile ai redditi di fonte estera.

(2) Oltre all’imposta sulle società, le imprese tedesche sono soggette all’imposta sugli affari (*Gewerbesteuer*): la base imponibile è quella prevista per il calcolo dell’imposta societaria sui redditi con alcuni “aggiustamenti”; l’aliquota base federale del 5% viene maggiorata con un coefficiente moltiplicativo stabilito dagli enti locali (ad esempio, per il 1998, Francoforte ha fissato un coefficiente pari a 5,15). L’imposta sugli affari è deducibile dalla base imponibile dell’imposta societaria sui redditi.

di distribuzione dei redditi da essi generati. Ai fondi è comunque concesso di dedurre dai proventi percepiti i costi sostenuti per il conseguimento dei risultati di gestione.

I fondi sono, di norma, esenti da ritenuta sugli interessi e i dividendi percepiti in Germania. La non applicazione delle ritenute a loro carico è condizionata alla presentazione di una apposita dichiarazione alle autorità competenti, in cui viene specificato lo “*status*” di fondo comune. In alternativa all’esonazione (pratica regolarmente seguita dai fondi), è prevista la possibilità di richiedere un rimborso dell’imposta subita.

Un regime particolare viene applicato per il credito d’imposta relativo ai dividendi erogati da società tedesche ai fondi comuni. In particolare, al fondo viene rimborsata integralmente l’imposta sui redditi pagata dalla società erogante; il fondo trattiene successivamente l’imposta rimborsata in proporzione all’ammontare di dividendi che vengono erogati ai sottoscrittori, ai quali sarà a loro volta riconosciuto il credito d’imposta per la quota di dividendi percepiti.

Il meccanismo del credito d’imposta sopra evidenziato è finalizzato al rispetto del principio della “trasparenza” del fondo, in base al quale le scelte di investimento del contribuente (investimento diretto in titoli o investimento indiretto effettuato tramite un fondo) devono essere indifferenti rispetto alla variabile fiscale. Il sistema descritto - che può apparire, per alcuni versi, macchinoso - ha una duplice funzione antielusiva; da un lato, con il “riassoggettamento” ad imposta degli utili erogati ai sottoscrittori del fondo, si stimolano gli investitori a indicare in dichiarazione i redditi percepiti (dato che la concessione del credito è subordinata all’indicazione dei proventi in dichiarazione), dall’altro, si impedisce che il credito d’imposta possa essere riconosciuto anche a soggetti non residenti.

I *capital gains* conseguiti dai fondi non sono imponibili: mentre infatti per le persone fisiche i *capital gains* si considerano comunque speculativi (e quindi tassati) se realizzati su un’attività finanziaria detenuta per periodi sotto l’anno, per i fondi, e conseguentemente per il sottoscrittore, non si applica tale presunzione.

Le scelte allocative dei fondi in attività estere sono condizionate dal regime di rimborso delle ritenute ivi subite. L’assimilazione dei fondi comuni tedeschi alle persone fisiche, per quanto riguarda l’applicabilità dei trattati internazionali, è una questione fortemente dibattuta tra le Amministrazioni finanziarie dei vari paesi. I fondi aperti tedeschi, oltre a non avere personalità giuridica, non sono “fiscalmente trasparenti” in senso proprio; conseguentemente, l’ammissione dei fondi alle agevolazioni concesse dai trattati alle persone fisiche diviene un elemento di distorsione sia nell’ambito della tassazione internazionale delle attività finanziarie, sia per lo stesso sistema tributario tedesco (1).

La riduzione o il rimborso delle ritenute subite dal fondo non è prevista nei trattati internazionali, fatta eccezione per quello tra Germania e Francia. Tale previsione stabilisce l’esonazione (o la riduzione) da (della) ritenuta su interessi e dividendi (secondo quanto previsto dal trattato) a condizione che il fondo sia “armonizzato” (sulla base della Direttiva comunitaria sugli *UCITS*) e che sia esente da tassazione nel paese di residenza. Tuttavia, in alcuni casi, trattamenti agevolativi vengono concessi anche sulla base di consuetudini accettate reciprocamente dalle Amministrazioni finanziarie dei vari paesi. Accordi in tal senso sono stati raggiunti tra le autorità fiscali tedesche da un lato, e quelle

---

(1) In alcuni casi, le agevolazioni dei trattati vengono invocate dalla società tedesche di gestione del fondo, che non agisce né in rappresentanza né per conto del fondo; la richiesta viene legittimata in base al possesso legale dei titoli sottostanti (detenuti in custodia per conto degli investitori).

della Spagna e della Svizzera, dall'altro. I fondi tedeschi sono quindi legittimati a richiedere direttamente il rimborso delle ritenute subite in Spagna e Svizzera, anche se con alcune limitazioni connesse con il paese di residenza del proprietario delle quote del fondo.

Un particolare regime viene previsto per i fondi comuni esteri: essi, indipendentemente dalla natura di fondi aperti o chiusi, vengono sottoposti a una classificazione (alto, medio e basso livello) sulla base del grado di "assimilabilità" ai fondi di diritto tedesco. L'"assimilabilità" è funzione del rispetto di alcuni requisiti, quali, ad esempio, la registrazione presso l'autorità di vigilanza del sistema bancario federale, la presenza di un rappresentante fiscale in Germania, la pubblicazione di un apposito prospetto informativo fiscale. Una classificazione di basso livello comporta, per il fondo estero, che i proventi da esso derivanti subiscano complessivamente, in capo all'investitore, un trattamento fiscale penalizzante rispetto a quello previsto per i medesimi proventi originati da un fondo tedesco.

L'Amministrazione finanziaria - pur non essendosi pronunciata in maniera inequivocabile sull'argomento - non sembra favorevole ad estendere ai fondi comuni esteri le agevolazioni fiscali previste dai trattati internazionali. Nei confronti dei fondi comuni aperti di diritto britannico (cd. "*Unit Trusts*"), l'Autorità tedesca ha espressamente ammesso l'applicabilità della ritenuta ridotta sui dividendi prevista dai trattati.

La tassazione degli investitori in fondi comuni dipende dalla tipologia dei proventi conseguiti e dalla tipologia del fondo. I fondi di tipo chiuso sono costituiti in forma di società di capitali, conseguentemente, i proventi distribuiti da essi sono considerati dividendi e assoggettati alle regole di tassazione previste per tale tipologia di redditi. Diverse considerazioni valgono per i fondi comuni di tipo aperto.

Nonostante la filosofia di base sia quella di rendere equivalente, in capo all'investitore, la tassazione dei proventi derivanti dall'investimento diretto in titoli con quella dei proventi ottenuti con investimento indiretto (tramite un fondo), permangono - come già evidenziato - alcune divergenze rilevanti. La presunzione di non speculatività per i *capital gains* derivanti dall'attività di investimento del fondo costituisce una spinta verso il canale del risparmio gestito. La riforma fiscale intervenuta di recente, ampliando la soglia di rilevanza e quindi lo spettro della speculatività, rafforza ulteriormente tale spinta. Inoltre, la possibilità di dedurre dal risultato di gestione i costi amministrativi sostenuti dal fondo viene di fatto a ridurre la base imponibile in capo al sottoscrittore anche con riferimento a proventi (quali gli interessi) che se percepiti in altra forma (ad esempio nelle gestioni patrimoniali) sono tassati al lordo delle spese.

Come negli altri ordinamenti presi in esame, la tassazione sui proventi originati dal fondo dipende sia dalla residenza fiscale del percettore sia dalla "residenza fiscale" del fondo.

#### *La tassazione degli investitori tedeschi in fondi aperti tedeschi*

I dividendi e gli interessi, tassati in capo ai singoli investitori, vengono assoggettati alle aliquote progressive previste dall'imposta sul reddito delle persone fisiche. La tassazione avviene indipendentemente dalla forma in cui vengono erogati gli utili (per cassa o in natura); conseguentemente sono soggetti a imposizione anche quei proventi originati dal fondo che vengono reinvestiti in nuove quote del fondo sulla base di piani di accumulo prestabiliti.

Sui proventi distribuiti dai fondi alle persone fisiche si applica la ritenuta d'acconto a seconda della tipologia del reddito sottostante che li ha generati: gli interessi sono assoggettati a ritenuta a titolo d'acconto nella stessa misura (30%) prevista nel caso di investimento diretto. Inoltre, il fondo applica un prelievo alla fonte del 30% sui dividendi tedeschi (sia distribuiti sia capitalizzati), commisurato ai profitti lordi pagati al fondo dalla società emittente residente (si tratta, in sostanza, dell'imposta societaria dovuta dall'emittente): tale ritenuta rappresenta per l'investitore il credito d'imposta relativo all'imposta societaria.

La ritenuta viene operata dalla *custodian bank* nel caso di distribuzione degli interessi.

Come già segnalato, per i redditi di capitale è prevista un'esenzione annua di 6.100 DM (3.119 €) per ciascun contribuente, mentre i *capital gains* sono generalmente fuori dal campo impositivo.

Un particolare regime è previsto per i proventi capitalizzati dal fondo, cioè per quei proventi che, ancorché non distribuiti dal fondo, costituiscono materia imponibile ai fini fiscali in capo all'investitore. Tali proventi, che, fiscalmente, vengono classificati quali redditi di capitale, si presumono percepiti dall'investitore nell'esercizio in cui il fondo li ha incassati. Sui proventi capitalizzati (che non ricomprendono i *capital gains*) il fondo applica direttamente le ritenute - nella misura del 30%, come per quelli distribuiti - entro il mese successivo a quello di chiusura dell'esercizio.

È utile sottolineare che nei proventi capitalizzati non sono compresi gli interessi su titoli maturati ma non ancora incassati dal fondo. Il sistema descritto non va quindi confuso con il metodo del "risultato netto di gestione" adottato in Italia per le gestioni in monte. I proventi capitalizzati dal fondo (e tassati in capo al sottoscrittore) non sono proventi maturati - come in Italia - bensì già incassati, anche se non ancora distribuiti. Non vige pertanto in Germania il sistema italiano di "tassazione sul maturato", che costituisce un *unicum* nel panorama europeo.

Né va confuso con il sistema di tassazione sul maturato il particolare regime degli *interim profits*: si tratta di sistema adottato a partire dal 1° gennaio 1994 al fine di eliminare i comportamenti elusivi attuati dagli investitori per sfuggire alla tassazione annuale sui proventi capitalizzati. La pratica elusiva consisteva nel fatto che i partecipanti al fondo - data la non imponibilità delle plusvalenze non speculative realizzate dalle persone fisiche - dismettevano o riscattavano le quote dopo sei mesi dall'acquisto (per evitare che la compravendita della quota fosse considerata speculativa, e quindi tassabile) e prima del calcolo dei proventi capitalizzati da parte del fondo (al termine dell'esercizio fiscale). Tale sistema assumeva una rilevanza tanto maggiore, quanto più il portafoglio del fondo fosse composto da titoli "zero-coupon"; tali titoli, infatti, maturando interessi in capo al fondo senza generare flussi di cassa, facevano aumentare il valore di mercato della quota del fondo, senza far emergere redditi tassabili.

Per espressa previsione legislativa i profitti provvisori comprendono solamente la quota di interessi; sono esclusi i dividendi o i *capital gains*. I profitti provvisori devono essere indicati giornalmente da parte del fondo (unitamente al valore di riscatto della quota). Nel caso di cessione della quota da parte dell'investitore "a cavallo" cioè prima che il fondo assoggetti annualmente a prelievo alla fonte i proventi capitalizzati, l'intermediario è tenuto ad applicare a carico del sottoscrittore la corrispondente ritenuta sugli *interim profits* (sugli interessi sia incassati sia maturati).

I profitti provvisori, considerati redditi da capitale, godono della franchigia annua di 6.100 DM (3.119 €).

## *La tassazione degli investitori tedeschi in OICR esteri*

Il trattamento fiscale dei proventi erogati da un fondo comune di diritto estero e percepiti da persone fisiche residenti in Germania - stabilito dalla *AuslInvestmG* (legge che disciplina i fondi di diritto estero) - varia a seconda che il fondo sia classificato quale fondo di livello alto, medio o basso. Il trattamento fiscale più conveniente è destinato ai fondi di alto livello, dato che per questi fondi vi è, dal punto di vista fiscale, una sostanziale assimilazione ai fondi di diritto tedesco di tipo aperto; trattamenti via via meno favorevoli vengono riservati, rispettivamente, ai fondi di medio e di basso livello. Ad esempio, a differenza di quanto avviene per i fondi di alto livello, gli investitori in fondi di medio e basso livello sono soggetti a tassazione su tutti i capital gains.

Per ottenere la “qualifica” di fondo di alto livello, il fondo deve soddisfare una serie di caratteristiche fissate tassativamente dalla legge, tra le quali è richiesto che il fondo sia registrato presso l’autorità di vigilanza del sistema bancario federale (*Bundesaufsichtsammt für das kreditwesen*), ovvero sia quotato su un mercato regolamentato tedesco, e sia dotato di un rappresentante fiscale in Germania. È inoltre richiesto, ai fini della qualifica di “alto livello”, che il fondo pubblichi un apposito prospetto informativo fiscale per ogni distribuzione e per i proventi accumulati. Agli stessi fini il fondo è tenuto a calcolare e pubblicare gli *interim profits* su base giornaliera, nonché a trasmettere al *Bundesamt für Finanzen* alcuni prospetti informativi rilevanti ai fini fiscali, tra cui quello indicante la composizione dei proventi distribuiti o capitalizzati.

In assenza di tali requisiti, i fondi esteri sono considerati di medio livello sempreché: abbiano un rappresentante fiscale in Germania; producano la documentazione fiscale necessaria ad evidenziare il reddito imponibile; trasmettano tale documentazione alle autorità tedesche. In assenza di tali condizioni, i fondi sono considerati fondi di basso livello.

In capo all’investitore tedesco, il sistema di tassazione sia dei proventi distribuiti dai fondi di alto livello sia di quelli dagli stessi capitalizzati è sostanzialmente identico a quello previsto per i fondi di diritto tedesco; tale equiparazione scaturisce dalla volontà del legislatore di non influenzare le scelte di allocazione del risparmio, per mezzo di discriminazioni di trattamento fiscale.

La tassazione dei proventi percepiti attraverso fondi di medio livello è simile a quella prevista per quelli di alto livello. Una rilevante differenza è rappresentata dalla circostanza che, diversamente da quanto accade nei fondi di alto livello, per gli investitori in quelli di medio livello è prevista la tassazione di tutti i *capital gains* realizzati dal fondo.

Maggiormente penalizzato è il risparmio in fondi esteri di basso livello: in questi casi la tassazione è basata su un reddito fittizio o presunto. In questi casi, essa ha luogo in capo all’investitore tedesco sull’intero ammontare effettivamente erogato a cui viene sommato il 90% dell’incremento del valore di riscatto della quota calcolato per l’intero anno solare; in ogni caso, la base imponibile minima è costituita dal 10% dell’ultimo valore di riscatto/mercato della quota rilevato nell’arco dell’anno solare (1). Nel caso di cessione o riscatto delle quote di questi fondi esteri, si applica una presunzione di

---

(1) A titolo esemplificativo si riporta un esempio numerico. Si suppone che: i proventi distribuiti siano pari a 100, il valore della quota all’inizio dell’anno sia pari a 10.500, il valore della quota al termine dell’anno sia pari a 11.000. In tal caso la base imponibile sarebbe pari a 1.100 (10% di 11.000), dato che tale valore risulta superiore a 550 ( $100 + 90\% \text{ di } 11.000 - 10.500$ ).

redditività per un ammontare pari al 20% del valore di riscatto o del prezzo di vendita della quota.

Ulteriori penalizzazioni per i fondi esteri sussistono relativamente al trattamento dei crediti d'imposta. A differenza di quanto avviene per i fondi tedeschi, i fondi esteri non possono trasferire agli investitori tedeschi i crediti d'imposta sui proventi ricevuti. Ciò comporta che un investitore tedesco viene fortemente penalizzato qualora detenga azioni di società tedesche per mezzo di un fondo comune estero. Infatti, in questo caso, l'investitore tedesco non può recuperare il credito d'imposta al quale avrebbe altrimenti diritto in caso di investimento diretto o tramite un fondo tedesco.

La distribuzione di interessi e dividendi derivante da fondi esteri di alto livello è soggetta a ritenuta d'acconto del 31,65% (incluso il contributo di solidarietà del 5,5%). La medesima ritenuta deve essere operata - oltre che su interessi e dividendi - anche sui *capital gains*, se la distribuzione dei proventi deriva da fondi di medio e basso livello (1). Al contrario di quanto stabilito per i fondi di diritto tedesco, non è prevista l'applicazione di alcuna ritenuta per i proventi capitalizzati dai fondi esteri.

#### *La tassazione degli investitori non residenti in fondi aperti tedeschi*

I proventi (interessi e dividendi) distribuiti a non residenti sono, di norma, tassati nel paese di residenza dell'investitore, salvo per la ritenuta eventualmente applicata in Germania.

I proventi distribuiti a non residenti sotto forma di interessi non sono soggetti a prelievo alla fonte. Viceversa, sui dividendi è applicata - in aggiunta al prelievo del 30% dell'imposta societaria dell'impresa emittente - una ritenuta alla fonte pari al 26,37% (2). Rimane ferma la possibilità, per l'investitore non residente, di richiedere l'applicazione di un trattato contro le doppie imposizioni ai fini del rimborso della maggiore ritenuta subita, facendo apposita istanza all'Amministrazione finanziaria tedesca (*Bundesamt für Finanzen*). La minore ritenuta prevista dai trattati è, nella maggior parte dei casi, pari al 15%.

I crediti d'imposta del fondo tedesco non possono essere trasferiti a favore degli investitori non residenti. Ciò avviene in considerazione del fatto che il trasferimento del credito d'imposta può essere effettuato solo nei confronti di investitori soggetti alla normativa fiscale tedesca illimitatamente (vale a dire per tutti i redditi percepiti) e non anche nei confronti di quegli investitori (i non residenti) soggetti all'imposizione fiscale tedesca limitatamente a talune categorie di reddito.

Non vi è tassazione dei *capital gains* speculativi realizzati dalla vendita o dal riscatto di quote del fondo.

---

(1) L'obbligo di operare la ritenuta sui proventi distribuiti è posto esclusivamente a carico del soggetto incaricato di distribuire i proventi, sempreché residente in Germania. Di conseguenza, tale obbligo può essere eluso agevolmente nel caso in cui sia lo stesso fondo di diritto estero ad occuparsi del pagamento dei proventi; quest'ultimo, infatti, in base alla legge tedesca, ha solo l'obbligo di indicare la base imponibile al soggetto tedesco che eroga i proventi.

(2) Nel caso in cui il paese di residenza dell'investitore abbia stipulato un trattato contro le doppie imposizioni con la Germania, la sovrainposta di solidarietà del 5,5% non trova applicazione; l'aliquota si riduce quindi al 25%.

### *La tassazione delle polizze vita*

In Germania, come negli altri paesi, il risparmiatore che investe il proprio capitale in un prodotto “vita” è interessato dalla variabile fiscale sotto un duplice profilo: il trattamento fiscale dei premi corrisposti alla società di assicurazioni e la tassazione dei proventi percepiti (sotto forma di capitale unico o di rendita).

Non è ravvisabile un particolare favore per i prodotti offerti dal settore assicurativo. L’ordinamento tedesco adotta gli strumenti ordinari di favore, quali: la deducibilità dei premi corrisposti e le agevolazioni nella tassazione delle prestazioni ricevute dall’assicurato.

#### *I premi (fase del versamento)*

Nell’ordinamento tedesco, la deducibilità dal reddito imponibile dei premi è subordinata al tipo di contratto assicurativo che viene stipulato e alla durata dello stesso. Ad esempio, sono deducibili i premi corrisposti per le assicurazioni che prevedono pagamenti solo in caso di morte, per le assicurazioni che prevedono il versamento di premi periodici (1) e corresponsione di una rendita; per le assicurazioni che prevedono, oltre ai premi periodici, l’erogazione di un capitale, se il contratto ha durata non inferiore a 12 anni.

La deducibilità dei premi è concessa se il contraente è tenuto ai versamenti per un periodo minimo di cinque anni. Sono comunque indeducibili i premi corrisposti in un’unica soluzione.

La deducibilità è accordata entro il limite del *plafond* per le spese generali di previdenza di 6.000 DM annui (3.068 €); in tale limite rientrano anche i contributi sociali (esclusi quelli obbligatori a carico del datore di lavoro) e i premi di assicurazione per malattie e infortuni. In realtà, il *plafond* di 6.000 DM è inutilizzabile dai soggetti che percepiscono redditi da lavoro dipendente (2).

#### *Le prestazioni ricevute (fase dell’erogazione)*

In caso di erogazione di un capitale unico la tassazione varia a seconda della durata del contratto e della periodicità dei premi versati. In Germania la soglia temporale di “meritevolezza” è assai lunga: 12 anni, superati i quali i capitali rimborsati sono esenti.

Per i contratti di durata inferiore a 12 anni (o a premio unico) i proventi sono imponibili per la quota di interessi, a cui si applica la ritenuta del 25% a titolo d’acconto.

I proventi erogati a seguito di decesso dell’assicurato sono - come generalmente avviene in altri paesi - esenti.

Il regime di esenzione delle prestazioni erogate sotto forma di capitale è stato modificato a seguito della riforma, che ha abolito, a decorrere dal 1999, ogni forma di esenzione

---

(1) I premi sono considerati periodici se corrisposti per un periodo di almeno 5 anni.

(2) I premi eccedenti tale *plafond* sono ricompresi in un secondo *plafond* di deducibilità di 2.610 DM (1.334 €) annui; i premi che non rientrano in questo secondo limite sono deducibili per metà del loro ammontare e comunque non oltre 1.305 DM (667 €) annui.

per i contratti stipulati dopo il 23 gennaio 1997. Per tali contratti il prelievo è applicato annualmente, con aliquota del 10% a titolo definitivo, sulla componente di interessi maturati. È comunque lasciata all'investitore l'opzione, da esercitare all'atto della stipula del contratto, per la tassazione con aliquota 25% a titolo d'acconto al momento della scadenza contrattuale. Per i contratti stipulati prima del 23 gennaio 1997 tale regime sarà applicato dal 2002.

Nel caso di prestazioni erogate sotto forma di rendita vitalizia, i proventi sono tassati per la sola quota di interessi, calcolata sulla base di percentuali presuntive che dipendono dall'età anagrafica del beneficiario. Sono comunque imponibili i proventi derivanti da rendite temporanee (cioè quando la durata delle prestazioni è fissata preventivamente dalle parti e non dipende dalla vita residua del beneficiario).

### ***Gli adempimenti degli intermediari***

Nonostante che il fondo residente sia esente da imposte, la società di gestione ha l'obbligo di presentare alcune dichiarazioni d'imposta per conto del fondo stesso. Il gestore del fondo si occupa, di norma, sia del riversamento del credito d'imposta ricevuto dal fondo sui dividendi erogati da imprese tedesche (siano essi successivamente distribuiti agli investitori o accumulati dal fondo), sia del versamento delle ritenute sugli interessi non distribuiti.

Il fondo deve notificare ai propri sottoscrittori l'ammontare e la composizione dei redditi tassabili. La notifica (che indica i proventi per singola quota di fondo) deve specificare, tra l'altro: l'ammontare della distribuzione, la quota di *capital gains* distribuiti, la quota di dividendi distribuiti, il credito relativo all'imposta societaria tedesca, l'ammontare dei redditi di fonte estera distribuiti ed esenti sulla base di trattati internazionali, l'ammontare dei redditi di fonte estera distribuiti ed assoggettati a ritenuta all'estero, etc.

Relativamente ai proventi erogati dai fondi tedeschi, gli obblighi di ritenuta fanno capo alla banca tedesca (*custodian bank*) nel caso di distribuzione di interessi e nell'eventualità in cui il sottoscrittore ceda o riscatti la quota del fondo; in tale ultimo caso l'intermediario tedesco applica una ritenuta del 31,65% (inclusiva della sovrainposta di solidarietà del 5,5%) sugli *interim profits* sulla base delle informazioni pubblicate dal fondo.

I proventi delle gestioni patrimoniali e degli altri investimenti diretti sono soggetti a prelievo alla fonte (pari al 31,65%) sugli interessi a cura dei *paying agents* (le banche): queste rilasciano all'investitore un certificato del prelievo effettuato, ai fini della detraibilità, in sede di dichiarazione dei redditi, delle somme già prelevate. La ritenuta sui dividendi azionari (pari al 26,37%) è invece prelevata direttamente dagli emittenti.

Come segnalato, gli investitori residenti possono fruire di un *plafond* annuo di esenzione sui redditi di capitale di 6.100 DM (3.119 €). L'investitore, attraverso un'autodichiarazione (*Freistellungsauftrag*), può richiedere alle banche tedesche la non applicazione della ritenuta d'acconto. Il *plafond* di esenzione può essere distribuito su più banche. Al fine di evitare indebite esenzioni è previsto che ciascuna banca abbia l'obbligo di segnalare all'Amministrazione fiscale il nominativo dell'investitore e l'ammontare di *plafond* che questi ha presentato (non anche l'ammontare dei proventi percepiti in esenzione). L'Amministrazione fiscale ha in tal modo la possibilità di verificare che il contribuente non abbia frazionato su diversi intermediari il *plafond* di esenzione per un totale superiore alla soglia di 6.100 DM (3.119 €).

**LIVELLO DI PRELIEVO SUI PROVENTI DI ALCUNI PRODOTTI FINANZIARI  
PER I RISPARMIATORI RESIDENTI IN GERMANIA**

Proventi	Imposte%
Dividendi e interessi	progressiva
Plusvalenze (cessione entro 1 anno) .....	(23,9 - 53) + sovraimposta 5,5
Plusvalenze (cessione oltre 1 anno) .....	esenti
Assicurazioni vita (con durata >12 anni e premi periodici) per erogazione di un capitale .....	esenti

## Regno Unito

### *La tassazione delle gestioni patrimoniali*

Il Regno Unito si allinea agli altri paesi presi in esame nelle modalità di tassazione delle gestioni patrimoniali: non ci sono cioè norme *ad hoc* per questa tipologia di prodotti. Il trattamento fiscale è quindi corrispondente a quello riservato agli investimenti diretti, nella tripartizione classica di dividendi, interessi e plusvalenze.

### *Dividendi*

La disciplina fiscale relativa ai dividendi ha subito rilevanti modifiche per effetto delle leggi finanziarie approvate nel luglio 1997 e nel marzo 1998. A seguito di tali modifiche, mentre i dividendi distribuiti (da società residenti nel Regno Unito) fino al 5 aprile 1999 davano luogo, in capo alla società, all'obbligo di pagare un acconto dell'imposta sul reddito dovuta dalla società medesima (*Advance Corporation Tax - ACT*) in misura pari al 20% dei dividendi, da quella data non sussiste alcun obbligo di pagamento di imposte in acconto a carico della società (1). È ora adottato - analogamente al sistema italiano - il meccanismo del credito d'imposta per evitare il fenomeno della doppia imposizione (in capo alla società e ai soci).

I dividendi devono essere inclusi nel proprio reddito imponibile (2) dal percettore al quale è attribuito un credito d'imposta. Per i dividendi distribuiti fino al 5 aprile 1999 la misura del credito d'imposta rispecchiava esattamente l'ammontare dell'ACT, essendo pari al 25% del dividendo netto (20% del dividendo maggiorato dell'ACT). Per i dividendi distribuiti dopo tale data, in parallelo all'abolizione dell'ACT, il credito d'imposta è ridotto a 1/9 del dividendo netto (10% del dividendo lordo) (3).

In luogo delle tre ordinarie aliquote dell'imposta sul reddito (20%, 23%, 40% per l'anno d'imposta 1998/1999; 10%, 23%, 40% per l'anno d'imposta 1999/2000), ai dividendi si applicano in sede di dichiarazione dei redditi due sole aliquote: 20% e 40% per il 1998/1999 (10%, 32,5% per il 1999/2000) (4).

---

(1) Dall'aprile 1999 è stato infatti abolito il meccanismo dell'ACT e contestualmente introdotto un sistema di pagamenti rateali, analogo a quello previsto in Italia, dell'imposta sul reddito delle società (*Corporation Tax*), basato su versamenti trimestrali calcolati sulla base del reddito presunto.

(2) I dividendi rientrano nella categoria di reddito imponibile denominata "*Schedule F*": "distribuzioni" effettuate da società residenti nel Regno Unito. Quest'ampia definizione include ogni forma di erogazione fatta dalla società ai propri soci, compresi la distribuzione di dividendi in natura ed il pagamento di interessi su obbligazioni con rendimento indicizzato ai profitti della società.

(3) I dividendi conseguiti nell'ambito di PEPs (*Personal Equity Plans*) e dei nuovi ISAs (*Individual Savings Account*) sono esenti da tassazione per tutti gli investitori individuali; ad essi è inoltre garantito un trattamento di favore per il credito d'imposta societaria.

(4) In particolare, i dividendi distribuiti fino al 5 aprile 1999 sono tassati con l'aliquota del 20% per gli investitori il cui reddito complessivo (comprensivo degli stessi dividendi) non supera il limite superiore del secondo scaglione di reddito (Lst. 27.100 - 41.242 € - per l'anno 1998/99, corrispondente all'aliquota marginale del 23%) e con l'aliquota del 40% per gli investitori che ricadono nell'ultimo scaglione. Peraltro, mentre per la prima classe di investitori il credito d'imposta esaurisce il debito verso l'Erario e non sussiste alcun obbligo di dichiarazione nei confronti del Fisco, i risparmiatori che rientrano nell'ultimo scaglione di reddito (aliquota 40%) sono tenuti a indicare i dividendi percepiti nella propria dichiarazione annuale e ad effettuare un versamento aggiuntivo, pari al 20% del dividendo lordo (40% di aliquota marginale massima meno 20% di credito d'imposta).

Le nuove aliquote tengono conto della nuova misura del credito d'imposta. Quest'ultimo - ora pari al 10% del dividendo lordo - risulta infatti tuttora idoneo a coprire il debito tributario degli investitori che rientrano nei primi scaglioni di reddito i quali non hanno nessun obbligo di dichiarazione per i redditi in esame. Viceversa, per gli investitori che rientrano nell'ultimo scaglione l'aliquota di tassazione dei dividendi risulta ora pari al 32,5%: l'imposta che detti investitori devono versare in sede di dichiarazione annuale ammonta quindi al 22,5% del dividendo lordo (32,5% meno 10% di credito d'imposta).

Sui dividendi di fonte estera è riconosciuto al contribuente - per la quota di cui non può essere chiesto il rimborso in base a trattati internazionali - un credito di ammontare massimo pari all'imposta dovuta nel Regno Unito sui medesimi redditi (1).

In nessun caso è prevista l'applicazione di ritenute alla fonte sui dividendi distribuiti, neanche nei confronti di soggetti non residenti. Questi ultimi possono chiedere in alcuni casi il rimborso parziale o totale del credito d'imposta sulla base dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni. Occorre comunque tener presente che, a seguito della riduzione del credito d'imposta dal 20% al 10% del dividendo lordo, l'entità delle somme rimborsabili agli investitori non residenti in base ai trattati si è ridotta notevolmente.

### *Interessi*

Gli interessi derivanti da depositi e conti correnti e da obbligazioni sono soggetti a ritenuta alla fonte a titolo d'acconto con l'aliquota del 20%.

Il loro ammontare, al lordo della ritenuta, deve quindi essere incluso nel reddito imponibile del percettore e, analogamente a quanto accade per i dividendi, dà luogo al pagamento di ulteriori imposte solo per i contribuenti con aliquota marginale pari a quella massima (40%), mentre nessun versamento è dovuto da parte dei contribuenti la cui aliquota marginale è pari a quella minima (10%) od a quella base (23%). Le aliquote di tassazione degli interessi risultano in tal modo pari al 20% e al 40% (2). Analogamente a quanto si è visto per i dividendi, uno specifico obbligo di dichiarazione degli interessi sussiste solo per gli investitori con aliquota marginale pari a quella massima.

Gli interessi sono tassati secondo un criterio di maturazione (*accrued interests*), sempre peraltro in occasione di una negoziazione; pertanto, nell'ipotesi di cessione di titoli di debito con cedole in corso di maturazione, vengono tassati in capo al cedente gli interessi maturati fino alla data della cessione.

---

(1) Dal momento che i redditi di capitale di fonte estera si reputano appartenere all'ultimo scaglione, il credito per le imposte pagate all'estero su tali redditi è calcolato in base all'aliquota marginale del contribuente e non con l'aliquota media.

(2) Sono tassati come interessi anche i proventi derivanti dai cd. *deep discount bonds*, titoli obbligazionari il cui rendimento è determinato in larga misura dallo scarto tra il prezzo di emissione (sotto la pari) e il valore facciale (valore di rimborso), ovvero titoli in cui la differenza (*discount*) tra il prezzo di emissione e il valore di rimborso sia superiore al più basso fra: il 15% del prezzo di emissione; lo 0,5% del prezzo di emissione per ciascun anno di durata del titolo. È previsto infatti che i guadagni derivanti da tali titoli debbano essere considerati redditi soggetti alla *Income Tax* anziché *capital gains* (soggetti alla CGT) la tassazione avviene al momento della cessione o del rimborso dei titoli. Da tale inquadramento consegue che i detentori di *deep discount bonds* non possono usufruire delle esenzioni specifiche per i *capital gains* nonché della compensazione con le eventuali minusvalenze realizzate nell'anno.

Gli interessi derivanti da alcune particolari tipologie di conti o depositi - delineate al fine di stimolare la crescita del risparmio delle famiglie - godono di esenzione da imposte sul reddito (1).

Gli interessi erogati a soggetti non residenti che siano in grado di comprovare detto *status* mediante apposita documentazione sono esenti da ritenuta alla fonte in diversi casi: depositi bancari; particolari emissioni della Corona britannica (definite *Free of Tax to Residents Abroad* - FOTRA); titoli di Stato in gestione accentrata presso la Banca d'Inghilterra; *eurobonds* quotati (2).

### *Capital gains*

Tutte le plusvalenze derivanti dalla cessione di beni di investimento, ivi incluse quelle derivanti da cessioni di quote di OICR, sono soggette ad una specifica tassa sui capital gains (CGT - *Capital Gains Tax*) e non concorrono a formare il reddito imponibile del contribuente ai fini dell'imposta personale progressiva. La CGT, introdotta nel 1965, si applicava in passato con l'aliquota unica del 30%. A partire dall'anno d'imposta 1988-89 è stata invece disposta la tassazione con l'aliquota marginale del contribuente ai fini dell'imposta sul reddito. La particolarità della CGT si sostanzia nel seguente meccanismo impositivo: le plusvalenze tassabili devono essere sommate agli altri redditi imponibili del contribuente ai fini della determinazione dello scaglione di reddito nel quale le plusvalenze medesime rientrano; la tassazione avviene quindi con applicazione dell'aliquota corrispondente a detto scaglione sull'intero ammontare delle plusvalenze conseguite nell'anno, al netto della soglia esente. In particolare, con l'introduzione di aliquote differenziate per i redditi finanziari, la CGT viene ora applicata con le stesse aliquote previste per gli interessi (20%-40%).

La base imponibile della CGT è calcolata facendo riferimento al valore dell'attività alla data del 31.3.1982 o al costo d'acquisto se successivo a tale data (3). Fino al 6 aprile 1998 era prevista la rivalutazione del costo d'acquisto sulla base di determinati indici che tenevano conto dell'inflazione. A partire dall'esercizio fiscale 1998/99, nell'intento di scoraggiare gli investimenti a breve termine, spesso di natura essenzialmente speculativa, il meccanismo di rivalutazione è stato sostituito da abbattimenti della base imponibile determinati in funzione del periodo di detenzione dell'attività (4).

Oltre che attraverso l'indicizzazione o gli abbattimenti parametrati al periodo di detenzione, il peso effettivo dell'imposizione sulle plusvalenze è attenuato mediante un

---

(1) Nell'ambito di tali strumenti particolare importanza assumono i TESSAs e gli ISAs di nuova introduzione.

(2) Al fine di ottenere l'esenzione da ritenuta alla fonte, i soggetti non residenti devono presentare all'intermediario che eroga i proventi un'apposita dichiarazione, redatta secondo un modello approvato dall'*Inland Revenue*.

(3) Ai fini della determinazione delle plusvalenze può essere assunto anche il costo sostenuto prima del 31.3.1982 qualora, in tal modo, risulti una plusvalenza inferiore a quella calcolata sulla base della data "standard" di riferimento.

(4) Per effetto delle modifiche, le attività acquisite prima del 6 aprile 1998 continuano a beneficiare della rivalutazione, ma limitatamente al periodo che va dalla data di acquisto al 5 aprile 1998 (cd. "congelamento" del beneficio di indicizzazione); per il periodo di possesso successivo a tale data, trova invece applicazione il meccanismo di abbattimenti crescenti (cd. "*taper relief*"). In base a quest'ultimo meccanismo, la base imponibile viene ridotta - relativamente alle attività detenute al di fuori di un'impresa - dello 0,5% per ogni anno di detenzione, a partire dal terzo e con un massimo di dieci. La riduzione massima può quindi raggiungere il 40% della plusvalenza.

elevato numero di esenzioni, oggettive e soggettive. Massimo rilievo rivestono le esenzioni di natura oggettiva per le plusvalenze realizzate su titoli di Stato, nonché per quelle derivanti da cessioni di obbligazioni nominative emesse da società residenti. A queste si aggiunge la soglia personale di esenzione riferita all'ammontare delle plusvalenze. Per l'anno d'imposta 1999/2000 detta soglia è pari a £ 7.100 (10.805 €) annue (1).

È prevista la possibilità di compensare le plusvalenze con le minusvalenze realizzate nel medesimo periodo d'imposta; l'eventuale eccedenza negativa può essere riportata negli anni successivi senza vincoli di tempo (2).

### ***La tassazione degli OICR e degli investitori***

La legislazione del Regno Unito non fonda la realizzazione del principio di neutralità nella tassazione del risparmio sulla "trasparenza fiscale" degli OICR. La maggior parte di questi (*Unit Trusts* "autorizzati", AUTs; *Investment Trust Companies* "approvate", ITCs; *Open-Ended Investment Companies* - OEICs) è infatti a pieno titolo soggetto passivo d'imposta, secondo modalità analoghe a quelle previste per le società di capitali: i proventi percepiti dagli organismi di investimento - peraltro con rilevanti eccezioni, tra cui le plusvalenze - concorrono a formare il reddito imponibile dei fondi, al netto delle spese di gestione e degli eventuali interessi passivi.

Sussistono regole diverse a seconda della tipologia di OICR: in una scala teorica gli AUTs e le OEICs sono gli organismi più favoriti; poi si collocano le ITCs ed infine gli UTs non autorizzati.

### ***Authorized Unit Trusts (AUTs) e Open Ended Investment Companies (OEICs)***

Pur non essendo vere e proprie società di capitali, gli AUTs e le OEICs sono soggetti all'imposta sul reddito delle società (*Corporation Tax*). Peraltro, l'aliquota di tassazione prevista per tali organismi (20%) risulta notevolmente inferiore a quella stabilita in via generale per le società (pari al 30%) (3). La ragione dello scostamento è rinvenibile nelle limitate possibilità di indebitamento (e, quindi, di deduzione di interessi passivi) derivanti dai vincoli posti dalla regolamentazione.

Nella base imponibile del fondo o della società di investimento non rientrano i dividendi distribuiti da società residenti nel Regno Unito (sistema del "*pass-through*" o del *Franked Investment Income*). Questi ultimi, provenendo da redditi già assoggettati a tassazione, non vengono ulteriormente tassati nei passaggi fra entità sottoposte ad imposta

---

(1) Occorre tener presente che la soglia di esenzione indicata è riferita a tutte le plusvalenze soggette alla CGT; di conseguenza, al fine di accertare il suo superamento occorre tener conto anche delle plusvalenze derivanti dalla cessione di immobili.

(2) Nel caso in cui le minusvalenze derivino da operazioni di compravendita di azioni di società commerciali non quotate è previsto un regime alternativo opzionale per bilanciare le minusvalenze così realizzate con il reddito conseguito nell'anno in corso o in quello precedente.

(3) L'aliquota del 20% è stata stabilita per gli AUTs a partire dall'1.4.1996 ed estesa alle OEICs a partire dalla loro introduzione (1997). In precedenza per gli AUTs erano previste aliquote di tassazione differenziate in relazione alla natura degli investimenti effettuati.

societaria; la tassazione ha invece luogo nel momento in cui il dividendo - e il corrispondente credito d'imposta - si cristallizza nelle mani dell'investitore persona fisica (1).

A differenza dei dividendi ricevuti da società residenti, i proventi delle attività estere (dividendi e interessi) rientrano nel reddito imponibile dell'OICR e le eventuali imposte pagate all'estero sono deducibili dall'imposta societaria dovuta nel Regno Unito. Fino all'anno d'imposta 1998/99 gli AUTs e le OEICs potevano avvalersi per tali proventi del meccanismo del cd. "dividendo di fonte estera" (*Foreign Income Dividend - FID*). Tale meccanismo, introdotto nel 1994 ed abolito con decorrenza dall'esercizio 1999/2000, ha sinora consentito agli organismi con una componente significativa di investimenti esteri la distribuzione di dividendi senza pagamento di ACT. Per gli investitori, la natura - ordinaria o di FID - del dividendo ricevuto non assumeva di norma alcuna rilevanza, dal momento che agli stessi era in ogni caso assicurato il credito d'imposta (2). Il sistema descritto ha consentito alle tipologie di fondi in esame di evitare le penalizzazioni derivanti dalla doppia imposizione internazionale a causa delle difficoltà normalmente connesse con l'applicazione delle convenzioni contro le doppie imposizioni agli OICR.

Le plusvalenze su titoli azionari ed obbligazionari non sono di norma tassate in capo agli AUTs e alle OEICs. Tali organismi sono infatti esenti dall'imposta sui *capital gains* (*Capital Gains Tax*), e le plusvalenze vengono tassate soltanto in capo ai sottoscrittori al momento della cessione o del riscatto delle quote. Tenuto conto dell'effetto di *tax deferral* che deriva da tale sistema di tassazione in capo ai sottoscrittori, particolare importanza assume la distinzione dei proventi conseguiti dal fondo tra le categorie dei redditi da negoziazione e delle plusvalenze. Siffatta distinzione, in assenza di criteri dettati dal legislatore o dall'Amministrazione finanziaria, si basa su indicatori emersi da una lunga serie di "case law" (3).

I proventi dei contratti derivati (*futures, options, swaps*) sono esenti da tassazione in capo a AUTs e OEICs, indipendentemente dalla circostanza che debbano essere considerati *capital gains* o redditi di capitale. Peraltro, se l'operazione in derivati assume carattere accessorio rispetto ad altra transazione, il regime fiscale applicabile è quello proprio dell'operazione principale (cd. *linked approach*): in quest'ultimo caso, i relativi proventi potrebbero quindi essere tassati in capo al fondo oltre che in capo ai sottoscrittori.

---

(1) Per effetto della legge finanziaria approvata nel luglio 1997, in corrispondenza dell'abolizione del meccanismo dell'ACT (acconto dell'imposta societaria versato in sede di distribuzione dei dividendi) e della contestuale riduzione della misura del credito d'imposta sui dividendi, è venuto meno il diritto al rimborso del credito d'imposta sui dividendi per tutte le società e per gli organismi di investimento soggetti alla *Corporation Tax*.

(2) La natura del dividendo assumeva invece rilievo nel caso di investitori individuali o istituzioni (tra cui i fondi pensione) esenti da tassazione nonché nel caso di società ed enti soggetti all'imposta societaria (inclusi gli *Authorised Unit Trusts* e le *Open-ended Investment Companies*): ciò in quanto tali investitori potevano chiedere il rimborso del credito d'imposta nel caso di dividendo ordinario (che aveva assolto l'ACT), mentre non avevano diritto ad alcuna restituzione nell'ipotesi di distribuzione di FID. In base alle nuove disposizioni, invece, a partire dai dividendi distribuiti dal 6 aprile 1999, gli investitori esenti da tassazione non avranno più diritto al rimborso del credito d'imposta sui dividendi ordinari: di conseguenza, il carico fiscale sui dividendi percepiti da tali investitori aumenterà in misura corrispondente allo stesso credito d'imposta. Limitatamente ad un periodo transitorio di cinque anni (a partire dal 1999) il diritto alla restituzione del credito d'imposta sui dividendi sarà mantenuto per le sole organizzazioni senza scopo di lucro (*charities*).

(3) A titolo di esempio, in svariate occasioni i proventi conseguiti dal fondo a seguito della cessione di attività finanziarie sono stati considerati redditi da attività di negoziazione ("*trading*"), anziché *capital gains* derivanti dalla dismissione di investimenti, sulla base della circostanza che il fondo presentava un elevato indice di rotazione degli investimenti.

I proventi dei cd. “titoli a sconto” (“*discounted securities*”) sono in ogni caso considerati redditi di capitale (e non plusvalenze): di conseguenza, tali proventi sono inclusi nella base imponibile della *Corporation Tax* dovuta dal fondo.

L’applicazione di ritenute alla fonte sui proventi percepiti da AUTs e OEICs - sempre a titolo d’acconto - è prevista soltanto in alcuni casi (interessi da obbligazioni di società residenti e da depositi). Nessun prelievo alla fonte è applicato sui dividendi, sui proventi dei titoli di Stato in gestione accentrata presso la Banca d’Inghilterra e sui redditi di fonte estera.

Essendo considerati alla stregua delle altre società residenti, AUTs e OEICs possono chiedere il rimborso delle imposte pagate all’estero (o la deduzione di tali imposte da quelle dovute nel Regno Unito); inoltre, a differenza di quanto accade comunemente negli altri paesi europei, essi sono considerati fiscalmente residenti nel Regno Unito ai fini dell’applicazione dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni.

I proventi (dividendi e interessi) distribuiti o destinati all’accumulazione da AUTs e OEICs sono considerati comunque dividendi: pertanto, nei confronti del sottoscrittore non viene applicata alcuna ritenuta alla fonte (1).

A partire dal 1994, per gli AUT che investono prevalentemente in depositi e titoli obbligazionari è stata introdotta la possibilità di considerare i proventi distribuiti o destinati all’accumulazione alla stregua di interessi e non di dividendi (2). In tal caso sui proventi deve essere applicata, da parte del *trustee* o della società di gestione dell’AUT, una ritenuta alla fonte del 20%.

La possibilità di applicare il regime fiscale previsto per gli interessi ai proventi degli AUT (e delle OEICs a partire dal 1997) è stata introdotta al fine di rendere omogenea la tassazione degli investimenti diretti in depositi e titoli rispetto a quella degli investimenti nei medesimi strumenti attuata mediante un AUT o una OEIC. Per i non residenti la ritenuta non si applica se il percettore attesta il proprio *status* di non residente e i proventi distribuiti derivano da redditi che non sarebbero stati assoggettati a ritenuta alla fonte ove fossero stati corrisposti direttamente a non residenti.

#### *Investment Trust Companies (ITC)*

A differenza degli AUTs e delle OEICs, le ITCs presentano la struttura legale propria delle società di capitali (*companies*). Di conseguenza, non solo nei loro confronti la *Cor-*

---

(1) Per i dividendi distribuiti fino al 5 aprile 1999, l’AUT o la OEIC doveva effettuare un pagamento pari al 25% dei proventi erogati a titolo di ACT (*Advance Corporation Tax*). Peraltro, i proventi potevano essere erogati senza pagamento di ACT per un ammontare massimo pari ai dividendi conseguiti dagli OICR su azioni di società residenti nel Regno Unito (in quanto questi ultimi dividendi avevano già dato luogo al pagamento dell’ACT in capo alla società distributrice e, quindi, erano “affrancati” da imposizione in capo agli OICR - “*Franked Investment Income*”). Inoltre, con riferimento ai proventi degli investimenti in attività finanziarie estere o in quote di fondi che investono in tali attività gli OICR potevano avvalersi del meccanismo del FID ed effettuare distribuzioni ai propri sottoscrittori senza pagamento di ACT nei limiti di tali proventi.

(2) I requisiti previsti per l’applicazione del regime fiscale degli interessi ai proventi distribuiti dai fondi consistono nella condizione che almeno il 60% del valore del fondo sia investito in depositi, titoli diversi dalle azioni, azioni di cooperative di credito edilizio o quote di altri AUT che abbiano a loro volta investito almeno il 60% del capitale nelle categorie indicate di attività finanziarie. Fino all’aprile 1996 la scelta del regime tributario delle distribuzioni (dividendi o interessi) era effettuata essenzialmente sulla base della situazione fiscale del fondo (e, in particolare, delle aliquote d’imposta applicate che, come sopra ricordato, erano differenziate in relazione alla natura degli investimenti del fondo).

*poration Tax* è applicata con le stesse aliquote previste in via generale per le società, ma sono altresì applicabili - con alcune marginali eccezioni - tutte le regole ordinarie di determinazione della base imponibile ai fini della medesima imposta.

La maggiore entità dell'aliquota nominale (30% invece che 20% degli AUTs) di tassazione prevista per le ITCs potrebbe risultare fuorviante ove non si considerasse che tali organismi, essendo sottoposti a minori vincoli regolamentari rispetto a AUTs e OEICs, godono di margini di indebitamento più ampi e, pertanto, possono beneficiare delle riduzioni del carico fiscale derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi.

Anche per le ITCs dalla base imponibile della *Corporation Tax* sono esclusi i dividendi di società residenti nel Regno Unito (per i quali valgono le stesse regole viste per gli AUTs e le OEICs).

Al pari degli altri OICR inglesi, anche le ITCs godono dell'esenzione dalla *Capital Gains Tax* (CGT). Tale esenzione è peraltro subordinata al conseguimento dello *status* di ITC "approvata" dall'*Inland Revenue*. A tal fine, la ITC deve rispettare una serie di condizioni e, precisamente: essere "residente" nel Regno Unito; avere un capitale ampiamente diffuso fra il pubblico dei risparmiatori; conseguire il proprio reddito interamente o principalmente attraverso l'attività di investimento in azioni; aver ottenuto la quotazione delle azioni presso la borsa di Londra; non detenere una partecipazione superiore al 15% in una stessa società; non distribuire sotto forma di dividendi le plusvalenze conseguite; non accantonare più del 15% dei redditi (dividendi e interessi) derivanti da azioni e altri titoli in ciascun periodo d'imposta.

Diversamente da quanto accade per AUTs e OEICs, per le ITCs l'esenzione da CGT è tuttavia riconosciuta solo per le plusvalenze da azioni ma non da obbligazioni (1).

Per quanto riguarda il trattamento fiscale dei proventi degli strumenti derivati, oltre al cd. *linked approach* sopra descritto, nei confronti delle ITCs si applica il criterio in base al quale, se i proventi sono riconducibili a plusvalenze vige il regime di esenzione, mentre se ricadono nella categoria del *trading income* (reddito da attività commerciale) sono tassati. Così come si è visto in generale per la distinzione fra redditi e plusvalenze, ai fini dell'individuazione della natura dei proventi da derivati assumono rilievo, più che le caratteristiche della singola operazione, la situazione dell'organismo di investimento e la frequenza con cui vengono poste in essere le operazioni.

Anche per le ITCs l'applicazione di ritenute alla fonte - a titolo d'acconto - sui proventi percepiti è prevista soltanto in alcuni casi (interessi da obbligazioni di società residenti e da depositi). Nessun prelievo alla fonte è applicato sui dividendi, sui proventi dei titoli di Stato in gestione accentrata presso la Banca d'Inghilterra e sui redditi di fonte estera.

Trattandosi di società residenti, anche per le ITCs è possibile conseguire il rimborso delle imposte pagate all'estero (o la deduzione di tali imposte da quelle dovute nel Regno Unito); esse sono considerate fiscalmente residenti nel Regno Unito ai fini dell'applicazione dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni.

---

(1) A partire dal 1996 le ITCs, analogamente alle altre società di capitali, devono includere nel proprio reddito imponibile tutti i proventi derivanti dal possesso o dalla negoziazione di obbligazioni pubbliche e private, a prescindere dalla natura (di reddito ovvero di *capital gains*) di tali proventi.

### *Unauthorised Unit Trusts (UUT)*

Regole sensibilmente diverse vigono per i cd. *Unit Trusts* “non autorizzati” (*Unauthorised Unit Trusts* - UUTs). Tali entità non sono infatti soggette alla *Corporation Tax*. Viceversa, il reddito da loro conseguito viene assoggettato ad imposte dirette in capo al *trustee* (con l’aliquota base del 23%) e non è consentita la deduzione delle spese di gestione (1).

Dall’imposta dovuta dal *trustee* possono essere dedotte le ritenute alla fonte subite dall’UUT sui proventi conseguiti.

Anche gli UUT sono considerati fiscalmente residenti nel Regno Unito ai fini dell’applicazione dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni.

I *capital gains* conseguiti dagli UUT sono soggetti alla CGT, a meno che tutti i sottoscrittori non siano esenti da tale imposta.

Da un punto di vista generale, va comunque rilevato che la maggior parte degli UUT è utilizzata come veicolo d’investimento per fondi pensione o enti di beneficenza esenti da tassazione e non da privati risparmiatori.

### *OICR esteri*

In generale, i soggetti non residenti sono sottoposti ad imposizione diretta nel Regno Unito sui soli redditi ivi prodotti (principio di territorialità). L’imposta sui *capital gains* è applicata solo se il soggetto non residente opera nel Regno Unito mediante una stabile organizzazione e se le plusvalenze sono imputabili alla stabile organizzazione.

Al fine di determinare l’ambito di responsabilità fiscale dei fondi di diritto estero nel Regno Unito, rileva in primo luogo lo *status* (di residenti ovvero di non residenti) dei medesimi fondi secondo la legislazione fiscale britannica. Per gli OICR costituiti in forma societaria (ad es., SICAV lussemburghesi) la residenza fiscale nel Regno Unito si presume ogni qual volta l’amministrazione e il controllo dell’attività dell’ente ha luogo nel Regno Unito (in particolare, ciò si verifica tutte le volte in cui il gestore del fondo risiede nel Regno Unito). In tal caso l’OICR è tassato come le *Investment Trust Companies* inglesi e gode dell’esenzione da ritenuta sui proventi dei titoli di Stato in gestione accentrata (2).

La responsabilità fiscale degli OICR costituiti in altre forme varia in relazione alla natura del fondo. Per i fondi costituiti mediante un *trust* l’imposta sul reddito e quella sui *capital gains* si applicano nei confronti del fondo se il *trustee* risiede nel Regno Unito. Peraltro, limitatamente alla CGT, se tutti i sottoscrittori delle quote del fondo sono non residenti, il fondo è a sua volta considerato non residente (pur in presenza di un *trustee* residente). Si tratta, a ben vedere, di una situazione che presenta analogie con la figura dei cd. “fondi dedicati” previsti dalla legislazione italiana.

---

(1) Inoltre, se l’ammontare dei proventi che in ciascun periodo d’imposta si considera distribuito (in base alla legislazione fiscale) ai partecipanti è maggiore del reddito imponibile dichiarato dall’UUT per lo stesso periodo d’imposta, sulla differenza il *trustee* deve pagare un’ulteriore imposta (sempre con l’aliquota base del 23%).

(2) L’*Inland Revenue* ha confermato che questo regime trova applicazione con riferimento alle SICAV lussemburghesi, belghe e francesi e per tutti i fondi esteri costituiti in forma societaria.

I fondi esteri costituiti in forme diverse da quella societaria o dal *trust* (ad es., FCP francesi o lussemburghesi) vengono generalmente considerati fiscalmente “trasparenti” dalla legislazione del Regno Unito. In tal caso, mentre il fondo non costituisce di per sé un’entità fiscalmente rilevante, la responsabilità fiscale dei singoli sottoscrittori per la quota loro spettante dei redditi e dei *capital gains* conseguiti dal fondo va valutata in relazione alla residenza fiscale dei sottoscrittori medesimi e in base alla provenienza dei redditi.

La posizione degli OICR rispetto ai benefici previsti dai trattati bilaterali contro le doppie imposizioni stipulati dal Regno Unito con i rispettivi paesi di origine varia a seconda della tipologia di fondo e della formulazione letterale delle norme contenute nei singoli trattati (1).

Se lo scenario della tassazione del gestore in monte è fortemente articolato, il regime fiscale per gli investitori è altrettanto complicato sul piano regolamentare. La funzionalità della piazza finanziaria londinese induce a pensare che il sistema è efficace, più che sul piano delle regole di legge, sul versante della gestione delle norme, nel consueto pragmatismo che caratterizza il mondo anglosassone.

#### *La tassazione degli investitori inglesi in OICR inglesi*

La tassazione in capo al sottoscrittore di fondi segue di norma le regole previste per i dividendi azionari (2). I proventi derivanti dalla partecipazione a AUTs e OEICs sono tassati sia se effettivamente distribuiti sia se destinati all’accumulazione, nel caso delle ITCs sono invece tassati solo i proventi distribuiti, ma la normativa prevede limitazioni alla capitalizzazione di proventi. Le plusvalenze conseguite dagli OICR sono invece tassate in capo ai sottoscrittori soltanto nel momento in cui sono realizzate attraverso il trasferimento delle quote o azioni.

Un’eccezione alla configurazione dei proventi dei fondi come dividendi si ha nel caso di investimenti in UUTs: in questo caso essi sono tassati in capo alle persone fisiche alla stregua di interessi. Peraltro, come già detto, tali entità sono raramente impiegate come veicoli per l’investimento del risparmio raccolto presso il pubblico.

Le plusvalenze derivanti dalla cessione o dal rimborso di quote di OICR sono soggette alla *Capital Gains Tax* secondo le regole applicabili a quelle derivanti dal trasferimento di azioni di società residenti.

---

(1) Fra i casi più importanti, si segnala il mancato riconoscimento del requisito della residenza fiscale nello Stato estero di provenienza – e, conseguentemente, dei benefici della normativa convenzionale – alle SICAV francesi e lussemburghesi (a differenza di quelle di diritto belga, cui tale requisito è riconosciuto). Infine, i “*fonds communs de placement*” di diritto francese, belga e lussemburghese, così come gli “*unit trusts*” i cui *trustees* sono residenti in Irlanda, nelle Isole del Canale o in altri ordinamenti che disciplinano il *trust* secondo criteri di *common law*, sono considerati entità fiscalmente “trasparenti”, per cui l’ammissione ai benefici previsti dai trattati dipende dalla residenza dei soggetti che hanno sottoscritto quote dei fondi.

(2) Solo in alcuni casi specifici, come si è già detto, i proventi erogati dal fondo assumono la natura di interessi, e come tali sono assoggettati ad una ritenuta d’acconto del 20% e poi inclusi nel reddito imponibile dell’investitore, soggetto a tassazione progressiva (il versamento di una ulteriore imposta, pari al 20% dei proventi, è dovuto solo per gli investitori con aliquota marginale pari a quella massima).

### *La tassazione degli investitori inglesi in OICR esteri*

I proventi distribuiti da fondi di diritto estero costituiti in forma societaria sono ricompresi nel reddito imponibile delle persone fisiche residenti nel Regno Unito come redditi di fonte estera. Come tali, essi sono soggetti ad imposta sul reddito e, nel caso in cui vengano incassati per il tramite di intermediari residenti, sono soggetti alla ritenuta d'ingresso del 20%; inoltre, l'investitore ha diritto al rimborso delle imposte eventualmente subite all'estero sulla base dei trattati internazionali contro le doppie imposizioni.

I fondi di diritto estero costituiti in forme diverse da quella societaria sono trattati come entità "trasparenti": di conseguenza, i proventi spettanti a ciascun investitore residente sono tassati secondo le regole proprie dei redditi da cui i proventi stessi derivano. Gli eventuali crediti d'imposta connessi ai redditi percepiti dal fondo spettano agli investitori residenti in proporzione alla loro quota di partecipazione. Se la fonte del reddito distribuito dal fondo estero "trasparente" è un paese con il quale il Regno Unito ha un trattato contro le doppie imposizioni, i sottoscrittori residenti nel Regno Unito possono chiedere il rimborso delle eventuali imposte assolate dal fondo in detto paese sulla base del trattato. Peraltro, la complessità amministrativa delle procedure per il rimborso è tale che, in concreto, gli investitori se ne avvalgono raramente.

Le plusvalenze derivanti dalla cessione di quote di fondi esteri sono assoggettate - a prescindere dalla natura del fondo - alla CGT secondo le regole vigenti per le plusvalenze da cessione di azioni. Peraltro, con riferimento alle plusvalenze possono trovare applicazione le disposizioni antielusive contenute nella cd. "*offshore funds legislation*". Scopo di tale legislazione è quello di evitare la trasformazione di redditi tassabili in *capital gains* esenti o soggetti ad una minore tassazione (per effetto delle diverse agevolazioni previste dalla legislazione in materia): a tal fine esse prevedono la tassazione dei *capital gains* derivanti dalla cessione di quote di OICR esteri attraverso l'imposta sul reddito anziché mediante la CGT nell'ipotesi in cui il fondo persegua una politica di mero accumulo dei proventi (cd. *non-distributing fund*) (1).

### *La tassazione degli investitori non residenti in OICR inglesi*

I proventi distribuiti da AUTs, OEICs e ITCs come dividendi a investitori non residenti nel Regno Unito non sono soggetti ad alcun prelievo alla fonte. Di norma, all'investitore estero non spetta il credito d'imposta; peraltro, questa previsione può subire eccezioni per effetto dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni, i quali possono, subordinatamente al rispetto di date condizioni, prevedere il rimborso totale o parziale del credito d'imposta al netto di eventuali ritenute alla fonte (2).

---

(1) L'applicazione delle disposizioni antielusive richiamate può essere evitata (e, conseguentemente, le plusvalenze possono essere tassate secondo le regole ordinarie della CGT) se il fondo estero ottiene dall'*Inland Revenue* la qualifica di "*distributing fund*". Detto *status* viene riconosciuto a condizione che il fondo estero: a) distribuisca almeno l'85% del reddito conseguito in ciascun anno (escluse le plusvalenze), entro sei mesi dalla fine dell'esercizio e in una forma che costituisca reddito tassabile per gli investitori residenti nel Regno Unito; b) rispetti date condizioni nella composizione degli investimenti, tra cui quella di non avere più del 5% dell'attivo investito in quote di altri fondi esteri "*non distributing*".

(2) In proposito va ancora una volta segnalato che la possibilità, per gli investitori esteri, di chiedere il rimborso del credito d'imposta sui dividendi ai sensi della normativa convenzionale assume attualmente scarso rilievo pratico, data la misura relativamente limitata dello stesso credito d'imposta (10% del dividendo lordo).

I proventi distribuiti da AUTs e OEICs sotto forma di interessi sono di norma assoggettati alla ritenuta alla fonte del 20%. La ritenuta non si applica nei confronti dell'investitore non residente se i redditi da cui i proventi derivano non sarebbero stati assoggettati a ritenuta ove conseguiti direttamente dall'investitore non residente. Inoltre, la tassazione può essere ridotta o annullata per effetto delle convenzioni contro le doppie imposizioni.

Gli investimenti di soggetti non residenti in quote di UUTs sono piuttosto limitati; ad ogni modo, gli eventuali proventi derivanti da questa forma di investimento sono erogati al netto di una ritenuta alla fonte del 23% (aliquota base dell'imposta sul reddito), che può essere rimborsata sulla base delle convenzioni contro le doppie imposizioni.

Le plusvalenze derivanti dal trasferimento di quote o azioni di OICR di diritto britannico da parte di investitori non residenti non sono soggette alla CGT.

### *La tassazione delle polizze vita*

Il regime fiscale delle polizze assicurative ha subito una profonda revisione nel 1984, quando è stata sancita l'ineducibilità per le persone fisiche dei premi versati in polizze vita. Come in Francia, il passaggio tra il vecchio e il nuovo regime crea uno spartiacque tra nuovi e vecchi contratti.

#### *Il trattamento fiscale dei premi versati*

Il quadro normativo attualmente in vigore prevede per i premi versati, l'ineducibilità dal reddito imponibile nel caso di contratti stipulati successivamente al 1984. Per i contratti stipulati fino al 1984 la deducibilità dei premi versati è ammessa entro limiti quantitativi (12,5% del relativo importo e con un tetto massimo di Lst. 1.500-2.283 € - o, se più elevato, di 1/6 del reddito dell'assicurato), a condizione che il contratto abbia durata superiore a dieci anni.

Di particolare interesse appaiono, nell'ottica della semplificazione amministrativa che caratterizza l'ordinamento britannico, le modalità pratiche di applicazione della deduzione: essa avviene sotto forma di sconto sul premio. Il contraente può scegliere di pagare il premio direttamente al netto della deduzione. Quest'ultima viene poi rimborsata all'assicuratore dall'Amministrazione finanziaria. Se il limite di sconto sul premio viene superato, l'Amministrazione può recuperare a tassazione la parte eccedente o proibire ulteriori pagamenti di premi al netto su determinate polizze.

#### *Il trattamento delle prestazioni (fase dell'erogazione)*

A differenza di quanto previsto sul versante premi, la fase di erogazione è assistita, anche dopo la riforma del 1984, da agevolazioni fiscali.

Se il contratto ha durata superiore ai 10 anni è garantita la non imponibilità dei capitali (1). Le rendite sono invece imponibili per la quota che rappresenta gli interessi (2); tale quota è determinata considerando la differenza fra il montante della rendita presunta e quello corrispondente alla restituzione del capitale versato, divisa per gli anni di durata media residua di vita dell'assicurato. L'ammontare così calcolato è tassato ogni anno. Le rendite temporanee sono tassate, in ciascun periodo d'imposta, per l'intero ammontare.

In nessun caso sono soggetti ad imposta i capitali erogati nel caso di morte.

### *Le misure fiscali a favore di altre forme di gestione del risparmio*

Nell'ambito dei prodotti finanziari a disposizione dei risparmiatori privati nel Regno Unito, particolare importanza assumono - accanto agli strumenti dell'investimento diretto ed a quelli del risparmio gestito - alcuni "schemi di investimento". Tali schemi sono stati delineati dal legislatore fiscale al fine specifico di esentare da imposizione un dato ammontare minimo di investimento finanziario. Data la loro notevole diffusione, essi si traducono, di fatto, in una soglia minima di esenzione fiscale.

I brevi cenni che seguono sui singoli prodotti non esauriscono la varietà di strumenti che il sistema inglese prevede a favore del piccolo risparmio. Rispondono alle medesime finalità anche altri schemi contrattuali che non ricadono in senso proprio nel novero dei prodotti del risparmio gestito, non essendo sempre prevista nello schema un'attività "intermediata" di investimento in strumenti finanziari (3).

#### *PEP (Personal Equity Plans)*

Si tratta di piani di investimento in azioni introdotti nel 1986 con l'obiettivo di incentivare la sottoscrizione di azioni da parte di investitori individuali. Consentono a persone fisiche residenti di investire fino ad un certo ammontare annuo (attualmente, Lst. 6.000 - 9.131 €) in azioni quotate di società residenti nel Regno Unito o in altri Stati dell'Unione Europea ("general PEP") e fino ad un altro ammontare in azioni quotate di una singola società residente nel Regno Unito o nell'Unione Europea ("single company PEP").

---

(1) I capitali corrisposti in dipendenza di contratti "non qualificati", e cioè di contratti che non soddisfano le condizioni previste dalla legge per l'esenzione, sono invece tassati con un'aliquota del 17%, pari alla differenza tra l'aliquota dell'imposta sul reddito delle imprese di assicurazione (23%), presso la quale vengono tassati i rendimenti, e l'aliquota marginale massima dell'imposta sul reddito delle persone fisiche (40%). Se l'aliquota marginale dell'assicurato è pari o inferiore a quella base (23%) detti capitali non sono tassati, ma l'assicurato non ha diritto ad alcun credito d'imposta.

(2) Le aliquote di tassazione applicate a questa componente reddituale sono quelle previste per gli interessi (20%-40%).

(3) Si tratta ad esempio dei *TESSA (Tax Exempt Special Saving Accounts)*, strumento finalizzato ad incentivare la costituzione di depositi presso le *building societies* e le banche. Tecnicamente si configura come un conto di deposito a scadenza quinquennale, i cui interessi sono esenti da imposte sul reddito a condizione che nel periodo di durata del vincolo non vengano prelevate somme dal conto. Un diverso esempio sono le *Limited Partnerships*, società di persone il cui capitale è sottoscritto da un ristretto numero di investitori istituzionali o individui ad alto reddito ed investito in settori in fase di espansione o in attività di *venture capital*. A fini fiscali, tali entità sono considerate "trasparenti" e, pertanto, il reddito da esse conseguito viene imputato pro-quota ai soci.

Un PEP può includere anche quote di *unit trusts* o *investment trusts* che investano almeno il 50% del proprio portafoglio in azioni di società residenti nel Regno Unito o nell'Unione Europea; inoltre, a partire dal 1995, il PEP può includere anche obbligazioni di società (incluse le euro-obbligazioni), obbligazioni convertibili e azioni privilegiate. I proventi percepiti in relazione a titoli inclusi in un PEP sono esenti da imposte sul reddito (i dividendi danno inoltre diritto al rimborso del credito d'imposta, pari all'ACT pagata dalla società); le plusvalenze derivanti dalla cessione di titoli del PEP sono esenti da CGT.

L'eliminazione - a partire dal mese di aprile 1999 - del diritto al rimborso del credito d'imposta sui dividendi per i detentori di PEP ha ridotto notevolmente l'attrattiva di questa forma di investimento, soprattutto per i soggetti con redditi medio-bassi. Infatti, per tali soggetti la soglia di esenzione concessa ai fini della tassazione delle plusvalenze rende pressoché indifferente l'investimento diretto in azioni rispetto a quello fatto tramite PEP. Al fine di porre rimedio a questo effetto indesiderato dell'abolizione del credito d'imposta, il Governo Blair ha introdotto, a partire dall'esercizio fiscale 1999/2000, i nuovi conti ISAs (*Individual Savings Accounts*).

#### ISA (*Individual Savings Accounts*)

Gli ISA - *Individual Savings Accounts* - sono stati introdotti con la legge finanziaria del marzo 1998 nell'intento di favorire una maggiore propensione al risparmio da parte dei soggetti con redditi medio-bassi. Si tratta di un piano di investimento che ha sostituito i PEP e i TESSA a partire dal 1999. Le caratteristiche del piano sono la possibilità di investire in una molteplicità di strumenti (depositi, titoli, polizze assicurative, ecc.) attraverso un unico conto. Le diverse forme di investimento che possono essere incluse nell'ISA sono distinte nelle tre categorie "liquidità" (*cash*), "titoli" (*stocks and shares*) e "polizze vita" (*life insurance*) (1).

Analogamente ai PEP, anche per gli ISA sono previsti limiti di investimento: c'è un limite complessivo pari a Lst. 50.000 (76.092 €), un limite annuale pari a Lst. 5.000 (7.609 €) e limiti specifici per le componenti "liquidità" e "polizze vita" (2).

Sui proventi degli ISA è riconosciuta l'esenzione da imposte sul reddito e da CGT per dieci anni; fino al 2004 continuerà inoltre ad essere riconosciuto il credito d'imposta del 10% sui dividendi.

L'ISA è un prodotto destinato ad avere ampia diffusione in relazione alla sua flessibilità: è consentito infatti al risparmiatore di effettuare prelievi in qualunque momento senza perdere le agevolazioni fiscali.

---

(1) La componente "liquidità" può includere: depositi presso banche, *Credit Unions* e *building societies*, quote di fondi comuni che investono in strumenti del mercato monetario, prodotti delle *National Savings Banks*; la componente "titoli" può includere: azioni ordinarie, obbligazioni ordinarie e convertibili e *preference shares* emesse da società quotate residenti o estere; azioni e titoli di debito emessi da società industriali residenti nel Regno Unito; quote o azioni di AUTs, OEICs, ITCs residenti o di OICR esteri conformi alla direttiva UCITS; la componente "polizze vita" può includere le polizze assicurative sulla vita sottoscritte dall'investitore.

(2) Tuttavia, nel primo anno (1999-2000), il limite complessivo di versamento è aumentato a Lst. 7.000 (10.653 €).

Al fine di promuovere la diffusione dello strumento, è stato previsto che il conto possa essere aperto non soltanto presso banche e intermediari finanziari autorizzati alla raccolta tra il pubblico, ma anche presso uffici postali e supermercati.

La gestione degli ISA è invece affidata esclusivamente a intermediari autorizzati (banche, istituzioni finanziarie, società mutualistiche e società di mutuo soccorso): il sottoscrittore può scegliere se rivolgersi ad un singolo gestore, ovvero a più gestori, uno per ogni componente dell'ISA. Il controllo del rispetto dei limiti di investimento è affidato agli intermediari gestori: a tal fine, è previsto a carico di tali intermediari l'obbligo di comunicare annualmente al Fisco i nominativi dei soggetti che hanno aperto un ISA presso di loro.

Per i redditi conseguiti nell'ambito degli ISA in esenzione da imposte non sussiste a carico degli investitori alcun obbligo di dichiarazione.

### *EIS (Enterprise Investment Schemes)*

Sono stati introdotti successivamente ai PEP al fine di incentivare la sottoscrizione di azioni di società non quotate in borsa. Subordinatamente al rispetto di dati requisiti di durata (min. 5 anni) e di natura degli investimenti, gli EIS godono di agevolazioni fiscali che consistono in una detrazione d'imposta pari al 20% del costo di sottoscrizione delle azioni per investimenti annui fino a 100.000 sterline (152.184 €), e nell'esenzione delle plusvalenze conseguite dalla CGT (1).

### *Gli adempimenti degli intermediari e dei contribuenti*

Gli obblighi di natura fiscale a carico degli intermediari bancari e finanziari sono molteplici e attengono sia all'applicazione del prelievo, sia ad aspetti di carattere amministrativo.

Con riferimento ai redditi di capitale gli intermediari svolgono innanzitutto compiti di sostituzione tributaria, che si traducono nell'applicazione di una ritenuta alla fonte nei numerosi casi in cui essa è dovuta, ovvero nell'accertamento delle condizioni previste per la non applicazione del prelievo.

In particolare, gli intermediari residenti che intervengono - quali *paying agents* (agenti di pagamento) o *collecting agents* (agenti di riscossione) - nel pagamento di dividendi o interessi di fonte estera hanno l'obbligo di applicare agli investitori inglesi una ritenuta a titolo di acconto delle imposte sul reddito, con aliquota pari al 20%. La ritenuta non viene applicata nei confronti dei soggetti non residenti che presentino apposita di-

---

(1) Nella legge finanziaria per il 1999/2000 il Governo ha annunciato l'intento di introdurre un ulteriore incentivo finale per gli EIS, relativo alla *Capital Gains Tax*. In particolare, nel caso in cui l'investitore voglia cedere le azioni detenute nell'ambito di un EIS per reinvestire in un altro EIS la CGT dovrebbe essere applicata solo all'atto della cessione del secondo EIS e il cd. *taper relief* (abbattimento dell'imponibile) calcolato con riferimento al periodo di possesso di entrambi gli EIS.

chiarazione e in molti altri casi (1). Tra i soggetti non residenti possono rientrare anche i fondi di diritto estero: se il fondo non è considerato fiscalmente “trasparente” dall’*Inland Revenue* può presentare una dichiarazione di non residenza per proprio conto e sulla base di tale dichiarazione può ottenere il pagamento dei proventi senza applicazione della ritenuta. Se, invece, il fondo è considerato “trasparente”, può rendere una dichiarazione di non residenza per conto dei propri sottoscrittori (*appropriate person’s declaration - Form PA2*), a condizione che, sulla base delle informazioni a sua disposizione, il fondo stesso non abbia ragione di ritenere che nessuno dei suoi sottoscrittori non abbia diritto di ricevere i pagamenti al lordo.

Le ritenute applicate devono essere versate mensilmente; gli intermediari devono inoltre dichiarare all’*Inland Revenue*, con cadenza trimestrale, l’ammontare complessivo dei redditi di fonte estera erogati con applicazione di ritenuta alla fonte e di quelli erogati al lordo. A ciascun soggetto percettore, gli intermediari devono rilasciare un certificato attestante l’entità del reddito conseguito e della ritenuta applicata. La documentazione da cui risulti il corretto svolgimento degli obblighi di sostituzione tributaria deve essere conservata a disposizione dell’*Inland Revenue* per i due anni successivi a quello del pagamento dei proventi. L’*Inland Revenue* può effettuare ispezioni e controlli per verificare il corretto adempimento degli obblighi di *paying agent* e *collecting agent*. Non sono invece previste segnalazioni nominative dei percettori dei proventi all’*Inland Revenue*.

Specifiche segnalazioni nominative all’Amministrazione finanziaria da parte degli intermediari sono invece previste per i PEPs (*Personal Equity Plans*) e per gli ISAs (*Individual Savings Accounts*): in particolare, entro il 6 maggio di ogni anno gli interme-

---

(1) Più specificamente, la ritenuta non deve essere applicata, tra l’altro, quando:

- a) l’intermediario ha ottenuto una dichiarazione del soggetto percettore, attestante che il medesimo è:
  - una banca residente nel Regno Unito (limitatamente ai soli interessi di fonte estera),
  - un depositario per conto di un sistema di gestione accentrata di titoli,
  - un ente o organismo sovrano o internazionale,
  - un trust,
  - un’amministrazione locale,
  - un fondo pensione o un veicolo di investimento per conto di uno o più fondi pensione,
  - un ente non profit,
  - un gestore che percepisce i proventi per conto di PEPs o ISAs.

La dichiarazione produce effetto a partire dal primo giorno del mese precedente a quello in cui viene resa se presentata nei primi 14 giorni del mese; altrimenti produce effetti dal primo giorno del mese in cui viene resa. La validità temporale della dichiarazione dipende invece dalla circostanza che i titoli da cui i proventi derivano siano al portatore ovvero nominativi: nel primo caso la dichiarazione è valida limitatamente al singolo pagamento, per cui il beneficiario dovrebbe presentare una dichiarazione per ogni singola cedola, anche se in pratica gli intermediari consentono la riscossione di più cedole con una sola dichiarazione; nel caso di titoli nominativi la dichiarazione conserva invece validità fino a quando non venga resa una dichiarazione contraria, ovvero fino a quando non intervenga una comunicazione dell’*Inland Revenue* attestante che sono venute meno le condizioni per l’esenzione, ovvero l’intermediario venga comunque a conoscenza di fatti impeditivi all’esenzione;

- b) l’intermediario ha ricevuto una nota dell’*Inland Revenue (Financial Intermediaries and Claims Office - FICO)* dalla quale risulta la possibilità di erogare i proventi senza applicazione della ritenuta;
- c) l’intermediario è a conoscenza del fatto che il pagamento può essere effettuato al lordo perché ricade in una delle categorie di *gross payments*: interessi e dividendi di fonte irlandese; proventi dei certificati di deposito emessi da stabili organizzazioni di banche estere; interessi e dividendi di fonte estera pagati direttamente ad uno dei sistemi di gestione accentrata di titoli riconosciuti dall’*Inland Revenue* (Euroclear, Cedel, First Chicago Clearing Centre, Depository Trust Company of New York, European Settlements Office - Bank of England).

diari bancari e finanziari devono trasmettere all'*Inland Revenue* un elenco contenente le generalità dei soggetti che hanno sottoscritto un PEP o un ISA presso di essi.

Per quanto riguarda gli organismi di investimento collettivo, la legge prevede a carico di AUTs e ITCs (che, come si è visto, sono soggetti alla *Corporation Tax*), l'obbligo di dichiarare su un apposito modulo i redditi conseguiti in ciascun anno e di versare la relativa imposta. Fino all'esercizio 1998/1999 il pagamento dell'imposta societaria era basato sui versamenti trimestrali dell'ACT (calcolato sui proventi distribuiti o destinati all'accumulazione) e su un saldo da versare entro nove mesi dalla chiusura dell'esercizio. Con decorrenza dall'esercizio 1999/2000, contestualmente con l'abolizione dell'ACT, è stato introdotto per la *Corporation Tax* un sistema di pagamento rateale, analogo a quello previsto in Italia: in base a quest'ultimo sistema gli organismi di investimento collettivo, così come le altre società, non devono più effettuare alcun versamento a titolo di ACT all'atto della distribuzione dei proventi, né sono più tenuti ai versamenti trimestrali dell'imposta sul reddito dovuta sui proventi dei titoli di Stato in gestione accentrata presso la Banca d'Inghilterra (quest'ultimo obbligo conseguiva all'esenzione da ritenuta alla fonte dei proventi dei titoli di Stato percepiti da entità soggette alla *Corporation Tax*). I medesimi organismi devono invece versare la *Corporation Tax* mediante quattro rate trimestrali di uguale ammontare, calcolate con riferimento al reddito presunto dell'anno (1).

Analogamente a quanto previsto per i *paying agents* ed i *collecting agents*, al fine di consentire agli investitori l'eventuale scomputo delle ritenute subite, AUTs, OEICs e ITCs sono tenuti a rilasciare agli investitori medesimi un'apposita certificazione, da cui risulti l'ammontare dei proventi erogati, la data di pagamento e l'imposta applicata.

quadro 1 UK

**LIVELLO DI PRELIEVO SUI PROVENTI DI ALCUNI PRODOTTI FINANZIARI  
PER I RISPARMIATORI RESIDENTI NEL REGNO UNITO**

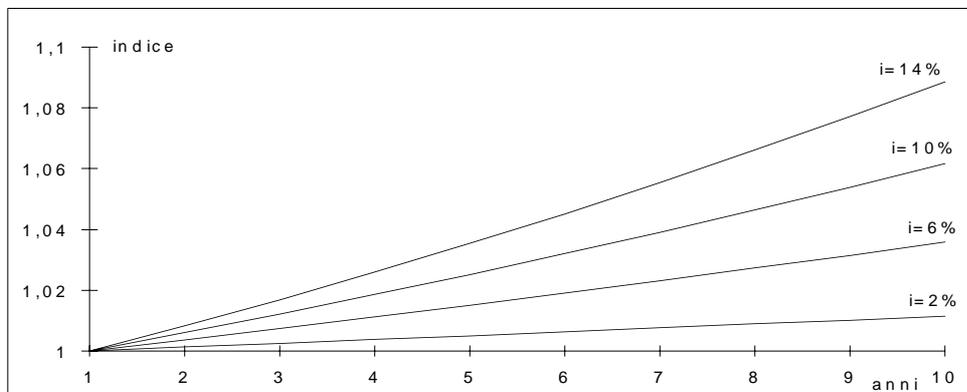
Proventi	Imposte (%)
Dividendi .....	progr. con aliquote speciali (10 - 32,5)
Interessi .....	progr. con aliquote speciali (20 - 40)
Plusvalenze (escluse quelle su titoli di Stato e su obbligazioni nominative di società residenti)	proporzionale (CGT), ma applicata con l'aliquota marginale del contribuente per la tassazione degli interessi (20 - 40)
Assicurazioni vita (> 10 anni):	
- capitali .....	esenti
- rendite (parte interessi) .....	progr.
PEP .....	esenti
ISA .....	esenti

(1) I versamenti devono essere effettuati entro il 14 luglio, 14 ottobre, 14 gennaio e 14 aprile di ciascun anno.

Si è già accennato che per gli investitori l'obbligo di dichiarare i proventi derivanti dalle attività finanziarie sussiste soltanto nelle ipotesi in cui la ritenuta alla fonte (ovvero il credito d'imposta nel caso dei dividendi) non esaurisce il debito verso l'Erario: in pratica, ciò si verifica per i soggetti la cui aliquota marginale è pari a quella massima dell'imposta sul reddito. Gli investitori con aliquota marginale al di sotto di quella massima potrebbero comunque avere interesse a presentare la dichiarazione per beneficiare delle deduzioni personali. In nessun caso devono essere dichiarati i proventi conseguiti nell'ambito degli schemi di investimento assistiti da agevolazioni fiscali (TESSAs, PEPs, ISAs).

## II. Il confronto tra fondi tassati per cassa e fondi tassati sul maturato

### Sistema per “cassa” e per “maturato”: rapporto tra i rendimenti netti



Sull'asse delle ordinate è espresso il rapporto tra il rendimento netto di un fondo tassato per cassa e quello di un fondo tassato sul maturato.

Un confronto tra fondi tassati sul maturato e fondi tassati per cassa può essere operato utilizzando il seguente indice:

$$I_{d1} = \frac{(1-t)[(1+i)^n-1]}{[1+(1-t)i]^n-1}$$

Ipotizzando che la gestione del fondo ottenga un rendimento lordo  $i$ , al numeratore è indicato il rendimento netto di un investimento di una lira in un fondo tassato per cassa, con aliquota d'imposta pari a  $t$ , dopo  $n$  anni, in assenza di equalizzatore; al denominatore è riportato il rendimento netto dell'investimento in un fondo tassato sul reddito maturato, sempre dopo  $n$  anni e sempre con aliquota d'imposta pari a  $t$ .

Nell'ipotesi di rendimenti lordi della gestione positivi (o al più nulli, cioè  $i=0$ ), dall'equazione si ricava come l'indice è pari a 1 solo per  $n=1$ ; all'aumentare di  $n$  l'indice assume valori via via crescenti, a causa di rendimenti netti sempre maggiori per il fondo tassato per cassa rispetto a quello tassato sul maturato. Un equalizzatore ottimale, quindi, dovrebbe essere tale da rendere l'indice uguale a 1 per qualsiasi valore di  $n>1$ .

Sulla base delle stesse ipotesi, il differenziale di rendimento netto tra i due tipi di fondi può invece essere misurato dal seguente indice, pari a 0 solo per  $n=1$ :

$$I_{d2} = (1-t)[(1+i)^n-1]-\{[1+(1-t)i]^n-1\}$$

Anche tale indice assumerà valori sempre maggiori all'aumentare di  $n$  e/o di  $i$ .

La definizione dell'indice  $I_d$  pone in evidenza il problema dell'equalizzazione del rendimento dei fondi esteri. La tassazione dei fondi esteri “armonizzati”, infatti, avviene all'atto del disinvestimento delle quote (cioè “per cassa”); l'imposta sostitutiva, sempre del 12,5%, è applicata al rendimento del fondo estero, che dovrà però essere “equalizzato” per tenere conto degli effetti di *tax deferral* - posti in luce dall'indice  $I_d$  - che si manifestano per l'assenza di una tassazione sul “maturato”.

Ipotizzando che i gestori di un fondo estero e di un fondo italiano conseguano, nell'attività di *asset management*, lo stesso rendimento percentuale lordo  $i$ , e indicando

con  $R_{EST}$  il rendimento lordo del fondo estero e con  $R_{IT}$  il rendimento netto del fondo italiano, l'intermediario che rimborsa le quote del fondo estero, per garantire lo stesso trattamento tributario ai risparmiatori che investono nei due fondi, dovrà prelevare, al momento del disinvestimento, un'imposta  $T_E$  che soddisfi la seguente uguaglianza:

$$R_{EST} - T_E = R_{IT}$$

dove:

$$T_E = ktR_{EST}$$

indicando con  $k$  l'equalizzatore e con  $t$  l'aliquota d'imposta sostitutiva (pari, attualmente, al 12,5%).

Sostituendo, si avrà quindi:

$$R_{EST}(1 - tk) = R_{IT}$$

cioè

$$k = \left(1 - \frac{R_{IT}}{R_{EST}}\right) \frac{1}{t}$$

Ipotizzando di investire una lira sia nel fondo estero sia nel fondo italiano, avremo:

$$R_{IT} = [1 + (1-t)i]^n - 1$$

e

$$R_{EST} = (1 + i)^n - 1$$

da cui

$$k = \frac{(1 + i)^n - [1 + (1-t)i]^n}{t[(1 + i)^n - 1]}$$

### III. Tavole

Tav. 1

#### PATRIMONIO NETTO DEI FONDI COMUNI MOBILIARI DI TIPO APERTO NELL'UE

(Valori di mercato al 31.12.1998 in mld. ecu)

---

Francia .....	503,1
Lussemburgo* .....	399,5
Italia .....	371,9
<i>Gran Bretagna</i> .....	243,6
Spagna .....	203,8
Germania .....	166,8
Olanda** .....	64,7
Austria .....	54,3
Belgio .....	48,3
<i>Svezia</i> .....	47,1
<i>Grecia</i> .....	27,4
Irlanda** .....	20,2
Portogallo .....	19,8
<i>Danimarca</i> .....	16,6
Finlandia .....	4,9
<b>Totale</b> .....	<b>2192</b>

---

Fonte: Federation Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissements.

N.B.: in corsivo i paesi non aderenti all'UEM.

\* dati al 30.09.1998 - \*\* dati al 31.12.1997

---

**FISCALITÀ DELLE POLIZZE DI ASSICURAZIONE SULLA VITA IN ITALIA**  
(attuale regime)

Fase di accantonamento	Fase di accumulazione	Fase di erogazione
<p>1) i premi versati, con un limite massimo di 2,5 mln., sono detraibili per il 19% del loro ammontare;</p> <p>2) i premi sono assoggettati ad imposta sulle assicurazioni del 2,5%</p>	<p>1) tassazione secondo le regole del reddito d'impresa;</p> <p>2) i rendimenti dei capitali investiti sono sostanzialmente <i>esenti</i>, poiché i proventi derivanti dalla gestione sono accantonati nelle riserve matematiche e le ritenute subite vengono scomputate dall'IRPEG dovuta dalla compagnia</p>	<p>1) <i>rendite</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- concorrono a formare il reddito imponibile per il 60% del loro ammontare;</li> </ul> <p>2) <i>capitali</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- soggetti a tassazione separata con: <i>base imponibile</i>: capitale erogato - premi versati - 2% di tale differenza per ogni anno di durata del contratto successivo al decimo; <i>aliquota</i>: 12,5%</li> </ul>

**FISCALITÀ DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA**  
(regime attuale)

Fase di accantonamento	Fase di accumulazione	Fase di erogazione
<p>1) contributi deducibili:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- per l'<b>impresa</b>: 2% della retribuzione annua, con limite massimo di 2,5 mln., subordinato al versamento al fondo di un pari importo di TFR; intero importo del TFR; ulteriore deducibilità del 3% del TFR destinato al fondo, da accantonare in riserva del passivo;</li> <li>- per il <b>lavoratore</b>: 2% della retribuzione annua, con limite massimo di 2,5 mln., subordinato al versamento al fondo di un pari importo di TFR</li> </ul>	<p>1) <i>imposta sostitutiva fissa</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 mln. per i primi 5 anni;</li> <li>- 10 mln. a partire dal sesto;</li> </ul> <p>2) <i>ritenute a titolo d'imposta sui redditi di capitale</i> (dividendi e interessi);</p> <p>3) <i>plusvalenze non tassate</i></p>	<p>1) <i>rendite</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- concorrono a formare il reddito imponibile per l'87,5% del loro ammontare;</li> </ul> <p>2) <i>capitali</i>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- non più del 50% del montante maturato trasformabile in capitale;</li> <li>- capitale soggetto a <i>tassazione separata</i>: <i>base imponibile</i> = capitale erogato - contributi versati dal lavoratore - 500.000 x anni di anzianità prima del 1998 - 600.000 x anni di anzianità a partire dal 1998 <i>aliquota</i> = aliquota IRPEF media dell'anno di erogazione riferita a reddito di riferimento, pari a (capitale netto erogato / anni di contribuzione al fondo) x 12</li> </ul>



## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *The Taxation of Savings*, in "European Taxation", maggio 1997, IBFD.
- ADORNO P.P., MATTEI P., *Il trattamento fiscale del risparmio assicurativo sulla vita e delle forme pensionistiche complementari*, in "Quaderni ISVAP", n. 2, giugno 1998.
- ALWORTH J.S., GANDULLIA L., *The Taxation of Institutional Investors in the European Union: the peculiar treatment of UCITs*, paper presentato all'ISPE/OCFEB Congress, Den Hague, 3-5 aprile 1997.
- ALWORTH J.S., HAMAUI R., LOVISOLO S., QUARANTINI G., *La tassazione dei redditi da capitale in Italia: le deleghe, i loro problemi e altri possibili sentieri di riforma*, Relazione all'Università Bocconi, 2 giugno 1997, "Le nuove frontiere della politica economica".
- ANCIDONI G., *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*, in "Bancaria", n. 4, 1999.
- ARCUCCI F., *L'impatto dell'euro sulle tecniche di investimento del risparmio gestito*, in "Banche e Banchieri", n.3, 1998.
- ASSOGESTIONI, *Relazione Annuale del Presidente prof. Mario Arcelli per l'anno 1998*, 24 marzo 1999, Roma.
- AVERY JONES J. F., *Flows of capital between the EU and third countries and the consequences of disharmony in European international tax law*, in "EC Tax Review", n. 2, 1998.
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Principali voci della bilancia dei pagamenti dell'area dell'Euro*, Comunicato Stampa del 30 aprile 1999.
- BANCA D'ITALIA, *La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE*, Temi di discussione del Servizio Studi, n.114, febbraio 1989.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale per il 1998*.
- BANFI A., DI BATTISTA M.L., *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Il Mulino 1998.
- BINI M., *Fondi pensione a contribuzione definita: quali spazi di differenziazione rispetto ad altre forme di risparmio gestito*, in "Rivista Milanese di Economia", n.64, 1997.
- BOCCIARELLI R., *Cipolletta: controproducente armonizzare fisco e salari nei 15*, in "Il Sole 24 Ore", 1° dicembre 1998.
- BOFFANO S., GUERRA M.C., *L'integrazione dei mercati assicurativi nella CEE: problemi fiscali*, in *Sistemi fiscali e integrazione europea*, a cura di F. Cavazzuti e S. Giannini, Il Mulino, Bologna, 1991.
- BOSI P., GUERRA M.C., *I tributi nell'economia italiana*, Il Mulino, Bologna, 1998.
- BRANDA G., *La revisione del regime fiscale degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)*, in "Il Fisco", n. 46, 1997.
- CANALE R., *L'Unione Monetaria Europea fra "integralismo" monetario e dipendenza della politica fiscale: alcune considerazioni*, in "Studi e Note di Economia", 1, 1998.
- CAVALLARI F., *L'arbitraggio fiscale nelle scelte allocative della ricchezza finanziaria*, in "Rivista della Guardia di Finanza", n. 5, 1998.

- CAVALLARI F., *La tassazione dei redditi finanziari*, Ed. Simone, 1999.
- CIOCCA P., *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie*, Documenti della Banca d'Italia, n. 592, maggio 1998.
- CIPOLLETTA I., *Europa, smanie di armonizzazione*, in "Il Sole 24 Ore", 26 novembre 1998.
- CIPOLLETTA I., *Attenti al dirigismo*, in "Il Sole 24 Ore", 3 dicembre 1998.
- COMMITTERI M., *Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti, esportazioni di capitali e apertura finanziaria dell'Italia*, Temi di discussione del Servizio Studi, n. 352, giugno 1999, Banca d'Italia.
- COOPERS & LYBRAND GLOBAL TAX NETWORK, *1996 International Tax Summaries*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1996.
- CORNELLI F., *L'interferenza fiscale nell'uso dei benchmark e dell'indice di Sharpe*, in "Il Fisco", n.20, 1999 .
- DAVID C., MICHELSE G., THEISEN M., WENZ M., e TILEY J., *Tax Treatment of Financial Instruments*, Kluwer Law International, The Hague, 1996.
- DE BOISSIEU C., *Les difficultés de l'harmonisation de la fiscalité en Europe*, in "Banque", n. 593, giugno 1998.
- DE MITA E., *Ambiziosi testi unici a rischio d'insuccesso*, in "Il Sole 24 ore", 7 maggio 1999.
- DESARIO V., *Il risparmio gestito: prospettive di sviluppo e implicazioni per la vigilanza*, Documenti della Banca d'Italia, n.590, aprile 1998 .
- DESARIO V., *Evoluzione dei mercati, ristrutturazione dell'industria dei servizi finanziari e regolamentazione. Il ruolo dell'intermediazione finanziaria non bancaria*, Documenti Banca d'Italia, n. 596, giugno 1998.
- DÉSIRÉ C., *La distribution des services financiers sur Internet aux États-Unis*, in "Banque", n. 598, dicembre 1998.
- DHILLON A., PERRONI C., e SCHARF K. A., *Implementing Tax Coordination*, The University of Warwick Discussion Papers, n. 501, novembre 1997.
- DI MAJO A., *La tassazione del risparmio in Italia e nei principali paesi europei*, Giuffrè, Milano, 1998.
- ERRICO G., *Gli aspetti fiscali dei fondi pensione ex D. Lgs. n. 124/1993*, in "Il Fisco", n. 13, 1998
- FAZIO A., *Economia mondiale e finanza nel 1999*, Intervento tenuto al congresso AIAF-AIOTE-ASSOBAT-ATIC-FOREX, Verona, 30 gennaio 1999, Documenti Banca d'Italia, n. 619.
- FORNERO E., PIATTI L., *Meno tasse sui fondi pensione*, in "Il Sole 24 ore", 7 ottobre 1998.
- FRISIANI G., VIANI G., *Intermediazione on line, per le banche è d'obbligo*, in "Il Sole 24 ore", 1 maggio 1999 .
- GALLO F., *La nozione di redditi di capitale alla luce del D.lgs. 21 novembre 1997, n. 461*, in "Diritto e Pratica Tributaria", n. 4, 1998.
- GANDULLIA L., GUERRA M.C., *Il Fisco dà una mano alla previdenza integrativa*, in "Il Sole 24 ore", 14 novembre 1998.
- GANDULLIA L., GUERRA M.C., *Verso una maggior convenienza*, in "Il Sole 24 ore", 18 gennaio 1999.
- GIANOTTI B., *Fuga di capitali? È evasione*, in "La Stampa", 27 aprile 1999.
- GISMONDI F., DI GREGORIO T., *Regime fiscale dei fondi pensione in Italia: evoluzione ed analisi del quadro normativo*, in "Rivista di politica economica", anno LXXXVIII, serie III, fascicolo II, febbraio 1998.

- GUERRA M. C., *Gli organismi di investimento collettivo europei a fronte della liberalizzazione dei movimenti di capitali: problemi fiscali*, in *Sistemi fiscali e integrazione europea*, a cura di F. Cavazzuti e S. Giannini, Il Mulino, Bologna, 1991.
- GUERRA M.C., *La tassazione delle attività finanziarie: il ruolo degli intermediari*, in "Politica economica", anno XIII, n. 2, agosto 1997.
- GUERRA M.C., *Previdenza privata in Europa: disciplina fiscale e concorrenza internazionale*, in *Sistemi fiscali e integrazione europea*, a cura di F. Cavazzuti e S. Giannini, Il Mulino, Bologna, 1991.
- HAMAUI R., *I riflessi della riforma fiscale sull'asset management*, in atti del Convegno "Redditi di capitale e attività finanziarie: nuove regole fiscali e gestionali", Il Sole 24 Ore, Milano, 7-8 aprile 1998.
- HAMAUI R., QUARANTINI G., *La riforma fiscale delle attività finanziarie in Italia*, Collana Ricerche Banca Commerciale Italiana, gennaio 1998.
- HAMAUI R., QUARANTINI G., *La tassazione delle attività finanziarie italiane in capo ai soggetti non residenti. Quadro normativo ed effetti economici*, Collana Ricerche Banca Commerciale Italiana, ottobre 1998.
- HUIZINGA H., NIELSEN S. B., *The Taxation of Interest in Europe: A Minimum Withholding Tax?*, Center for Economic Research, Tilburg University, n. 9773, luglio 1997.
- HELMINEN M., *Do distributions from investment funds constitute dividends for international tax law purposes?*, in "Tax Notes International", 24 maggio 1999, vol. 18, n. 21.
- IBFD - European Taxation, *Taxation of Individuals in European Countries*.
- IBFD - European Taxation, *The taxation of private investment income*.
- IBFD - European Taxation, *The taxation of Companies in Europe*.
- IBFD, *Investment Funds: International Guide to the Taxation and Regulation of Mutual Investment Funds and their Investors*.
- International Fiscal Association, *The taxation of investment funds*, Cahiers de Droit Fiscal International, Vol. LXXXIIb, 1997.
- JANSSEN D., JANSSEN J., *Imposition des sociétés, imposition du capital et investissement physiques et financiers*, in "Banque & Marchés", n. 24, 1996.
- LIEBMAN H. M., LEVENTHALL S., *Moving Towards Tax Coordination*, in "European Taxation", marzo 1998.
- MANTOVANI G.M., *Il nuovo regime di tassazione dei redditi finanziari*, in "Rivista Milanese di Economia", 65-66, 1998.
- MARCHETTI F., *Evoluzione e prospettive della tassazione dei redditi finanziari in Italia*, CERADI, Roma, 1996.
- MARTINI M., *Lo sviluppo dei mercati mobiliari nella prospettiva dell'euro: la piazza finanziaria italiana*, in "Rivista Bancaria", n.1, 1999.
- MENDOZA E., TESAR L. L., *The International Ramifications of Tax Reforms: Supply-Side Economics in a Global Economy*, in "The American Economic Review", vol. 88, n. 1, marzo 1998.
- MIGNARRI E., *La tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio dopo il riordino*, in "Bancaria", n. 1, 1998.
- MIGNARRI E., *La nuova tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto nazionale: alcune annotazioni*, in "Bancaria", n. 1, 1999.

- MIGNARRI E., *Il riordino della tassazione delle attività finanziarie*, in "Il Fisco", n. 40, 1998.
- MIGNARRI E., *I fondi pensione aperti. La normativa, la disciplina fiscale e le convenienze per i lavoratori e le imprese*, in "Il Fisco", 18, 1999.
- MINISTERO DEL TESORO, *Il futuro della Piazza Finanziaria Italiana*, febbraio 1999.
- MINTZ J.M., *The Role of Allocation in a Globalized Corporate Income Tax*, IMF Working Paper, September 1998.
- NOLAN S., *Un panorama européen des banques sur Internet*, in "Banque", n. 597, novembre 1998.
- OECD, *Policy Issues in Insurance, Investment, Taxation, Insolvency*, 1996.
- OECD, *The Taxation of Global Trading of Financial Instruments*, 1998.
- OECD, *Modèle de Convention Fiscale Concernant la Revenu et la Fortune*, 1992.
- OSSERVATORIO FISCALE IRS, *Imposte sui redditi di capitale in Europa*, Anno IV - N. 8, novembre 1995; Anno VII - N. 16, luglio 1998; Anno VIII - N. 18, marzo 1999.
- PADOAN P.C., *Fuga di capitali? Un segnale di debolezza*, in "L'Unità", 29 aprile 1999.
- PANZERI M. C., *La nuova fiscalità del risparmio: razionalizzazione e prospettive*, in "Rassegna Tributaria", n. 6, 1998.
- PAOLAZZI L., *Errori e omissioni: che cosa rivela un'anomalia italiana*, in "Il Sole 24 ore", 27 aprile 1999.
- PETERS M., *Capital movements and taxation in the EC*, in "EC Tax Review", n. 1, 1998.
- PIAZZA M., *Frontiere a ostacoli per i capital gain*, in "Il Sole 24 ore", 9 settembre 1998.
- PIGOU A.C., *A Study in Public Finance*, Macmillan, London, 1928.
- PIZZUTI F. R., *La convenienza relativa dei fondi pensione e la politica previdenziale*, in "Rivista italiana degli economisti", anno II, n. 3, dicembre 1997.
- PONTOLILLO V., *L'integrazione finanziaria europea: il ruolo della fiscalità*, in "Rassegna Tributaria", n. 1, 1999.
- PONTOLILLO V., *La tassazione del risparmio e l'integrazione monetaria europea*, in "Economia Italiana", Banca di Roma, n. 1, 1999.
- PROMETEIA, *Rapporto Di Previsione*, Dicembre 1998.
- RADAELLI C.M., *Policy Narratives in the European Union: The Case of Harmful Tax Competition*, EUI Working Paper RSC n.98/34.
- RAPPORTO CER - ANIA, *La Tassazione del Risparmio nei Principali paesi Europei*, novembre 1994.
- Rapporto IRS sul Mercato Azionario, Il Sole 24 ore, aprile 1998.
- RIZZARDI R., *Una mano alle pensioni fai-da-te*, in "Il Sole 24 ore", 7 maggio 1999.
- ROSSIGNOLI B., *Il mercato del risparmio gestito aspetti strutturali e funzionali*, in "Rivista Milanese di Economia", 65-66, 1998.
- SABBATINI R., *Rebus nella bilancia pagamenti*, in "Il Sole 24 ore", 25 aprile 1999.
- SAVONA P., *La formazione di risparmio in Italia e il suo utilizzo: dalle famiglie alle imprese, dallo Stato all'estero*, in "Mondo Bancario", maggio - giugno 1998.
- SELLA M., *Banche e gestione del risparmio*, Intervento alla XXXII giornata del Credito, 1° dicembre 1998, Roma, in "Mondo bancario", 1, 1999.

- SODA A.P., *I sistemi finanziari dopo l'euro. Innovazione, concorrenza e regole*, Documenti della Banca d'Italia, n.612, dicembre 1998.
- STEVENS L., VAN DER BEEK W., SOMMERHALDER R.A., *The euro: taxation policy and practical tax implications*, in "EC Tax Review", 2, 1998.
- SYLOS LABINI P., *Fuga di capitali e di investimenti*, in "La Repubblica", 27 aprile 1999.
- TANZI V., ZEE H.H., *Taxation and the Household Saving Rate: Evidence from OECD Countries*, IMF Working Paper, March 1998.
- TANZI V., ZEE H. H., *Consequences of the Economic and Monetary Union for the Coordination of Tax Systems in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, IMF Working Paper, agosto 1998.
- VALENTE P., *Capital gains: gli effetti della riforma nella tax competition*, in "Il Fisco", n. 45, 1998.
- VANISTENDAEL F., *Redistributions of tax law-making power in EMU?*, in "EC Tax Review", n. 2, 1998.
- VERMEEND W., *Tax policy in Europe*, in "EC Tax Review", n. 3, 1998.
- VISCO V., *Moneta unica e fiscalità - Le scelte per il futuro*, in "Rivista Guardia di Finanza", 2, 1999.
- ZEE H.H., *Taxation of financial capital in a globalized environment: the role of withholding taxes*, in "National Tax Journal", n.3, 1998.

### ***Per l'ordinamento francese***

- AA. VV., *Fiscalité des placements et produits financiers*, Editions Legislatives, Langres, marzo 1998.
- BERNUT-POUILLET A., *Measures Taken by France in Favour of Venture Capital and Start-ups*, in "Journal of International Banking Laws", n. 7, luglio 1998.
- BOLLON P., SORIN F., *Comparaisons européennes: la France isolée*, in "Banque", n. 593, giugno 1998, pp. 28-31.
- Bullettin de la Banque de France - n.55, Statistiques, luglio 1998.
- CONSEIL DES IMPÔTS, *La fiscalité des revenus de l'épargne*, 17° Rapporto al Presidente della Repubblica, 1999.
- EL MAHDI BOUDEMAGH M., e DE NOUEL P., *Les OPCVM en France et en Europe*, SEFI, Saint Cloud, 1992.
- FERNOUX P., *La gestion fiscale du patrimoine - Revenus et plus-values*, La Villeguerin éditions, Parigi, febbraio 1998.
- FONTANEAU P., *Les projets fiscaux du Gouvernement Français*, in "Revue Fiscalité Européenne - Droit International des Affaires", n. 3, 1998.
- JACQUES-ALEXANDRE Y., *L'impact sur l'offre des banques*, in "Banque", n. 593, giugno 1998, pp. 32-35.
- La Revue Fiduciaire, *L'imposition des plus-values*, n° 846, supplemento al numero 753, Parigi, dicembre 1997.
- La Revue Fiduciaire, *Votre déclaration personnelle 1997*, n° 835, supplemento al numero 2612, Parigi, gennaio 1997.

La Revue Fiduciaire, *Le mémento 1999 de l'entreprise*, n° 860, supplemento al numero 815, Parigi, febbraio 1999.

La Revue Fiduciaire, Parigi, n. 755 - 3 gennaio 1998, n. 791 - 12 settembre 1998, n. 792 - 19 settembre 1998, n. 796 - 17 ottobre 1998, n. 808 - 2 gennaio 1999, supplemento al n. 812 - 19 gennaio 1999, n. 816 - 27 febbraio 1999.

LAMBERT A., *De l'importance de l'épargne et des dangers de la mal aimer (Adresse aux Gouvernements passés, présent et à venir)*, Les rapports du Sénat, n° 82, 1997-1998.

Paris Europlace, *L'industrie française de la gestion de capitaux*, Rapport du groupe de travail Paris Europlace présidé par Gérard de La Martinière, Parigi, novembre 1996.

RAUTURIER M., *Les grandes étapes de la fiscalité de l'assurance vie*, in "Banque", n. 593, giugno 1998, pp. 36-39.

RENOUX V., *France: New Provisions Ruling On Economic and Financial Matters*, in "International Tax Review", vol. 26, n. 8-9, 1998.

RENOUX V., *Urgent Measures on Fiscal and Financial Matters in France - Finance Act 1998 and Rectificative Finance Act 1997*, in "International Tax Review", vol. 26, n. 4, 1998.

#### ***Per l'ordinamento lussemburghese***

Chambre des Employes Privés, *L'assurance pension du secteur privé*, Lussemburgo, gennaio 1998.

DELOITTE & TOUCHE, *Luxemboug Investment Funds*, Lussemburgo, aprile 1997.

KPMG, *Pianificazione Fiscale Internazionale*, Lussemburgo, 1997.

Ministère de l'Education Nationale, *Eléments de droit fiscal*, Lussemburgo, 1994.

PESCH A., *Participation Exemption and Other Changes*, in "European Taxation", n. 4, 1998, IBFD.

SCHOSSELER G., *Luxembourg: taxe sur la valeur ajoutée et organismes d'épargne collective, regime actuel et perspectives*, in "Revue Fiscalité Européenne - Droit International des Affaires", n. 3, 1998.

TRAUSCH-SCHODER S., *Le traitement fiscale de l'épargne mobilière*, in "Études fiscales", n. 96/97, Lussemburgo, novembre 1994.

#### ***Per l'ordinamento tedesco***

Bundesministerium der Finanzen, *Reform der Internationalen Kapitaleinkommensbesteuerung*, gennaio 1999.

Deutsche Bank, *Notes on taxation for investors resident outside Germany*, Frankfurt, dicembre 1997.

GRIESAR P., HENNIG H.-J., *Tax Amendments for Foreign Investment Funds*, in "European Taxation", IBFD, febbraio 1994.

#### ***Per l'ordinamento inglese***

Butterworths, *Yellow Tax Handbook 1998-99*.

Frere Cholmeley Bischoff, *Open-Ended Investment Companies. An Introduction*. London, 1998.

- GAMMIE M., *The end of imputation: changes in UK dividend taxation*, in "Intertax", Vol. 25, Issue 10, 1997.
- Inland Revenue, *Guidance notes for Collecting agents*, Financial Intermediaries and Claims Office, novembre 1997.
- Inland Revenue, *Guidance notes for Paying agents*, Financial Intermediaries and Claims Office, novembre 1997.
- Inland Revenue, *The new Individual Savings Account*, Consultative Document, dicembre 1997.
- Inland Revenue, *A modern system for Corporation Tax payments*, Consultative Document, novembre 1997.
- Inland Revenue, *Budget 1997 - Companies and Their Shareholders: changes to promote investment by companies*, 2 luglio 1997.
- Inland Revenue, *Budget 1998 - Corporation Tax Rate: a further reduction from April 1999*, 17 marzo 1998.
- Inland Revenue, *Budget 1998 - Fairness in Savings*, 17 marzo 1998.
- Inland Revenue, *Budget 1999. Building a Stronger Economic Future for Britain*, 9 marzo 1999.
- Price Waterhouse, *Investment Management*, International Newsletter, numeri vari.
- SMITH H., *Entering the OEICs Market. An Essential Guide*, Deloitte & Touche, settembre 1997.

## QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 — CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- n. 20 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).
- n. 22 — MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.

- n. 23 — MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 — ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 — AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 — GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 — *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia - S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 — OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 — P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 — GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 — LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 — GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 — VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 — O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 — MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 — ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.
- n. 42 — M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 — *Convegno Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.
- n. 44 — *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 — DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.

- n. 46 — PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 — P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 — GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 — *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 — A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.