

**RIFORMA FISCALE** Tassazione delle plusvalenze? Finora pochi interventi coraggiosi, per colpire le vere sacche di elusione in Italia. I rischi di arbitraggi da evitare e i pericoli di effetto domino sul sistema

di Marco Colacicco

**L**e note vicende finanziarie relative ad alcune rilevanti società quotate hanno, tra le altre cose, sollevato un ampio dibattito in merito alla questione della tassazione delle plusvalenze.

Ne sono scaturite reazioni talora emotive che rischiano di mettere in discussione, con un pericoloso effetto domino, le fondamenta di una riforma fiscale complessa e per numerosi aspetti non banale. Sembra quindi il caso di fare un po' di chiarezza, evidenziando analiticamente gli aspetti e le problematiche da correggere o, ancor più, quelle questioni tuttora irrisolte che continuano a consentire facili scappatoie elusive, senza che questo debba mettere contemporaneamente in discussione l'intero impianto della riforma.

Tutto questo con l'obiettivo, largamente condiviso, di un fisco chiaro, semplice e simmetrico nei suoi principi, che non premi a dismisura, come è stato finora, la rendita a scapito della produzione. L'attuale contesto economico europeo, e soprattutto italiano, non ce lo può più permettere.

Nell'approcciare la problematica della tassazione delle plusvalenze è prima di tutto necessario distinguere i due grandi (e ben diversi) filoni da cui le stesse

possono trarre origine: gli utili generati da parte di società (italiane o di diritto estero) e il capital gain realizzati da parte delle persone fisiche; trascuriamo, per semplicità, modalità di detenzione più complesse e rare quali trust, fondazioni e strumenti simili. Questa distinzione è fondamentale in quanto la normativa fiscale, che si vuole rivedere, disciplina un trattamento significativamente diverso per le une o per le altre plusvalenze.

Da questa premessa sostanziale bisogna dunque partire per vedere se nel sistema siano presenti, o si siano recentemente determinati, dei «buchi» da individuare e correggere. In questo intervento si approfondirà il caso delle plusvalenze generate da parte delle società (di diritto italiano o di diritto estero, troppo spesso incautamente trascurate dal legislatore, come vedremo nel seguito); sabato prossimo verrà invece trattato il differente caso dei capital gain realizzati da parte di persone fisiche.

**Plusvalenze societarie: una esenzione quasi totale.** La riforma Ires ha introdotto anche in Italia la cosiddetta participation exemption, che consente alle società di realizzare plusvalenze in totale esenzione di imposta.

I vincoli per poterne beneficiare

# RIVEDERE ma NON BUTTARE

sono così limitati che si può rilevare come in Italia viga allo stato una quasi totale esenzione fiscale sulle plusvalenze realizzate da parte delle società.

Basta infatti che si verifichino quattro semplici condizioni, due relative alla società cedente (iscrizione della partecipazione tra le immobilizzazioni finanziarie e detenzione della stessa da almeno 12 mesi) e due relative alla società oggetto di realizzo (esercizio di attività commerciale e non residenza in un paradiso fiscale), per non far gravare alcun carico fiscale sulla plusvalenza realizzata.

Questa nuova normativa di favore ha una pluralità di motivazioni:

coerenza con il più generale impianto della riforma Ires e allineamento dell'Italia all'evoluzione della disciplina in materia in ambito europeo, sulla scia delle favorevoli disposizioni

da tempo introdotte in Olanda e Lussemburgo. Un primo, rilevante, problema che si può evidenziare è la totale discrezionalità dell'iscrizione della partecipazione tra le immobilizzazioni finanziarie (cosa che, come si è visto, dà diritto all'esenzione) o nel circolante; questo consente una serie di arbitraggi che, con una buona pianificazione fiscale, sono in grado di garantire alle imprese sia i benefici dell'esenzione delle plusvalenze sia le residue possibilità di deduzione delle minusvalenze, a seconda delle convenienze.

**Le plusvalenze speculative.** Ancor più evidente è la mancanza di vincoli, presenti invece nella normativa di altri paesi europei (quale la stessa Olanda), per contrastare le operazioni di speculazione mordi e fuggi, che recentemente hanno preso tanto piede nella nostra borsa.

Chi si avventura in questo genere di attività beneficia di un supporto esterno (il credito bancario, tra l'altro recentemente sempre più disponibile in questi casi) ma ha spesso bisogno di chiudere l'operazione in un limitato arco di tempo e non investe generalmente una quota di partecipazione rilevante nella società target.

Ecco che, tuttavia, due elementi determinanti delle operazioni di

trading speculative, il limitato orizzonte temporale e l'investimento di una quota minoritaria nel capitale della società obiettivo, non trovano alcuna penalizzazione nella normativa sulla participation exemption, che prevede un limite minimo di soli 12 mesi per la detenzione della partecipazione e addirittura nessun vincolo relativamente all'entità della quota posseduta.

Plusvalenze di carattere speculativo, che venivano tassate con un'aliquota piena scesa negli ultimi anni dal 37 al 33%, si sono quindi improvvisamente viste sgrovare di ogni onere fiscale.

Da qui le ingenti plusvalenze di cui si è tanto parlato negli ultimi mesi che però, per quanto concerne gli aspetti fiscali, sono state realizzate in maniera del tutto legittima in totale esenzione di imposta, sfruttando le opportunità aperte dalla nuova normativa.

Se l'obiettivo era quello di fare concorrenza ai veicoli esteri, per i quali si spenderà un'opportuna riflessione nel seguito, ecco che su questo aspetto la riforma non ha colpito nel segno e necessita di immediata revisione. Revisione che sembra comunque all'ordine del giorno del governo, intenzionato ad allungare il periodo minimo di possesso da 12 a 18 mesi e a introdurre altresì una percentuale minima di possesso del 5% per poter beneficiare dell'esenzione. Sembra tuttavia un intervento ancora timido, visto che non si sta certamente trattando di partecipazioni operative detenute all'interno di un gruppo, per le quali la riforma ha previsto un trattamento generalmente coerente e simmetrico.

**Gli intrecci con la riforma del capital gain relativo alle persone fisiche.** L'assenza di vincoli quantitativi nella detenzione di partecipazioni per garantire l'esenzione delle plusvalenze prodotte da parte delle società non può essere esaminata in maniera disgiunta dalla ventilata revisione del capital gain realizzato da parte delle persone fisiche (che sarà oggetto di un prossimo intervento). L'accettabile status quo finora raggiunto, in termini di flussi finanziari e funzionamento e andamento del sistema borsistico, con l'attuale livello di imposizione delle plusvalenze realizzate da parte delle persone fisiche rischierebbe, se modifica-

to, di generare un immediato arbitraggio verso la detenzione di partecipazioni attraverso schermi societari, che godono allo stato della più totale esenzione.

Le problematiche in precedenza evidenziate in ordine alla totale discrezionalità relativamente all'iscrizione dei titoli tra le immobilizzazioni finanziarie o il circolante e, soprattutto, la completa assenza di percentuali minime di possesso idonee a garantire l'esenzione, potrebbero suggerire a più di un risparmiatore di veicolare il possesso di titoli attraverso società, che beneficerebbero allo stato della participation exemption. Ecco come l'introduzione di una soglia minima di possesso per l'esenzione delle plusvalenze realizzate a livello societario diventa del tutto necessaria non solo per contrastare le grandi operazioni di carattere speculativo ma anche per evitare la perdita del gettito oggi garantito dal capital gain sulle persone fisiche, in caso di una sua paventata revisione al rialzo.

**I veicoli esteri.** Ma veniamo a una questione cruciale, che così tanti intrecci presenta con la tassazione delle plusvalenze su società di diritto italiano.

Si è detto che la riforma dell'imposizione del capital gain, con introduzione della participation exemption, ha anche l'obiettivo di contrastare la concorrenza di strutture estere da sempre estremamente vantaggiose e utilizzate, quali, in primo luogo, i veicoli olandesi e lussemburghesi.

Premesso che un sistema fiscale italiano estremamente liberale sul punto, come quello attualmente in vigore, favorisce non solo la strutturazione di operazioni di investimento tramite veicoli italiani ma stimola altresì il rientro delle holding in passato domiciliate all'estero, bisogna tuttavia chiedersi quali vantaggi si è concretamente ottenuti. Non si sono certo riportate in Italia attività produttive delocalizzate all'estero e, con la normativa in vigore, non si recupera imposizione, nemmeno minima, su tutte le plusvalenze che prima erano facilmente «esterovestite», in totale esenzione, tramite veicoli esteri. Visto che le holding

hanno dei costi, si è semmai ottenuto il risultato di incrementare gli oneri gravanti sul consolidato fiscale italiano.

Non è quindi il caso di agitare superficialmente il rischio della concorrenza di paesi estremamente liberali nella normativa sui capital gain ma è forse il momento di avere il coraggio di guardare in faccia la realtà regolamentando il caso di tutti i veicoli esteri, senza la minima attività di impresa e struttura societaria a monte che ne giustifichi l'esistenza, interposti tra gli imprenditori (o le capogruppo) e le attività operative.

Qui si è annidata una sorta di vastissima (per casi e dimensioni) «elusione legalizzata», sotto gli occhi di tutti, su cui finora nessun governo ha avuto voglia e coraggio di mettere mano.

È venuto il momento di intervenire, con coraggio e chiarezza, sia sulla disciplina interna sia sui trattati contro le doppie imposizioni, per disciplinare e regolamentare questi casi sia, infine, a livello comunitario, per stimolare una riflessione sul tema delle holding di comodo senza impresa; ecco allora che lo spauracchio di una concorrenza di paesi esteri caratterizzati da un regime estremamente favorevole in termini della tassazione dei capital gain verrebbe meno, potendosi solo presentare nei casi (pochi) in cui la struttura dei soci è/o una reale sostanza del veicolo legittimerebbero (o renderebbero necessaria, nei casi di soci con interessi esteri) la veicolazione dell'investimento attraverso holding di diritto estero.

Tutto questo dovrebbe essere accompagnato, per coerenza e per chiudere il cerchio con il passato, con un provvedimento che regolamenti ad hoc, in maniera chiara e

fiscalmente neutra, il trasferimento in Italia della residenza di tutte le holding di questo genere domiciliate all'estero.

**Una vera neutralità nel sistema?**

Si sono dunque sinora evidenziati gli interventi che sembra necessario porre in essere senza indugio, per correggere ciò che non funziona nel sistema.

Risulta evidente come si tratti di modifiche limitate e finalizzate, che non vanno a incidere sul complessivo funzionamento della riforma, ma che sono, nello stesso tempo, estremamente incisive per numero e soprattutto dimensioni dei fenomeni che andrebbero a colpire (o degli arbitraggi che potrebbero evitare). Non verrebbe invece alterato lo scheletro portante della riforma fiscale, che ha introdotto istituti moderni e condivisibili quali il consolidato e la trasparenza e, soprattutto, presenta al suo interno una generale simmetria di funzionamento. Resta tuttavia

**IN OLANDA  
STRUTTURE  
ESTERE  
UTILI  
E SNELLE**

una valutazione non da poco, che coinvolge il coordinamento tra la logica di funzionamento del sistema e alcune peculiarità della participation exemption.

Come noto, la riforma fiscale ha come oggetto della sua attenzione, e come tale assoggetta a imposizione, il reddito prodotto a livello delle società operative, considerando neutrale tutto ciò che avviene poi al momento del suo afflusso ai soci e comunque ai piani superiori della catena.

Come acutamente osservato dal prof. Di Tanno in un recente intervento sul Sole 24 Ore, questo ha senso e funziona finché si parla di dividendi (che altro non sono che utili già tassati al piano inferiore della catena) ma trova dei limiti nel momento in cui vengono realizzati utili da negoziazione titoli (e quindi plusvalenze) ceduti a un prezzo che eccede il pro-quota delle consistenze patrimoniali tassate della società ceduta. La questione, apparentemente complicata, è invece assolutamente significativa e degna di riflessione. Cercando di esemplificare, si immagina un investitore finanziario A che ha in carico il 100% della società B, acquistata in ipotesi per 100 a un prezzo pari al patrimonio netto (che include capitale e riserve di utili tassate). Come tutti sanno, le aziende non vengono valutate per le loro consistenze patrimoniali (se non in minima parte e con variabilità da settore a settore) ma in funzione della loro capacità di

produrre, che è in ultima analisi dipendente dall'avviamento insito nelle stesse. Il prezzo di cessione incorpora pertanto gli utili futuri, generalmente pari a quelli realizzabili in oltre una decina di anni a venire (o molto di più, a seconda dei settori o delle valutazioni correnti sul mercato dei capitali).

Ecco che l'investitore A, vendendo B a un corrispettivo che supponiamo pari a 500, realizza un prezzo che incorpora non solamente le consistenze patrimoniali tassate di B (che rientrano nello schema di funzionamento simmetrico dell'attuale sistema fiscale) ma anche utili futuri, non ancora assoggettati ad alcun tipo di imposizione. L'effetto è che, da un lato, si manifestano nel sistema ingenti utili non tassati (e che non sono il riflesso simmetrico di un utile soggetto a imposizione a livello delle entità operative a valle) e, dall'altro, tutti gli operatori finanziari sono messi nella condizione di svolgere la loro attività (che è incentrata per definizione sulla valorizzazione di aziende e quindi sui loro avviamenti) in completa esenzione d'imposta.

La fenomenologia è ampia e complessa, in quanto riguarda non solo tutte le attività di ordine finanziario di investimento in partecipazioni ma altresì l'intera operatività sui mercati borsistici, quindi anche la detenzione di quote non di controllo e nemmeno di collegamento (ancora una volta ritorna la questione cruciale

della soglia minima di partecipazione al capitale per poter beneficiare della participation exemption). Incidentalmente beneficiano dell'opportunità anche tutte le imprese e i gruppi che, occasionalmente, si trovano a cedere proprie partecipazioni.

Si presenta pertanto una valutazione di opportunità, diversa dalle evidenti distorsioni e problematiche esistenti nel sistema evidenziate in precedenza, riguardante il regime di totale esenzione fiscale in cui si trovano a operare i settori di investimento; questo al di là della coerenza, per il resto chiara e ben funzionante, dell'intero impianto del sistema fiscale.

Chi lavora per mestiere sulla valorizzazione delle attività, sfruttando avviamenti, plusvalenze latenti o la crescita dei corsi di borsa nei casi dei titoli quotati, opera in un certo senso in un'area a latere del più grande circuito produttivo, cui invece si applica con coerenza e simmetria di funzionamento l'intero impianto della riforma fiscale. In tutti questi casi la valutazione di opportunità è se premiare o meno chi opera professionalmente in questi settori di investimento, che si distinguono chiaramente per operatività dai casi di speculazione o esteroinvestizione degli utili evidenziati in preceden-

za. Non si può non evidenziare comunque i benefici in termini di valorizzazione e Nav che l'eliminazione della tassazione sulle plusvalenze latenti ha determinato a favore di holding e società di investimento, la cui attività viene oggi a svolgersi in sostanziale esenzione di imposta.

Inoltre, per coerenza, le modifiche da adottarsi dovrebbero tenere conto della paventata modifica, con rialzo delle aliquote, della tassazione del capital gain realizzati da parte delle persone fisiche.

Visto che nel sistema è comunque presente una forma di tassazione degli utili realizzati da parte dei soci, rappresentata dal capital gain realizzato dalle persone fisiche (che si pensa anzi di elevare) ed esiste pertanto una chiara deroga alla regola che prevede la sola tassazione degli utili inerenti la produzione, sarebbe forse coerente valutare perché ciò non debba accadere anche nel caso delle società che professionalmente hanno per oggetto il realizzo delle plusvalenze e il progressivo incremento del proprio patrimonio nel tempo. Si tratta di una valutazione complessa e delicata, che coinvolge operazioni e plusvalenze di entità sempre potenzialmente elevata, e che non può

essere affrontata senza aver preliminarmente affrontato e risolto in maniera chiara la prioritaria questione dell'esteroinvestizione delle plusvalenze attraverso veicoli di comodo esteri, pena il loro sicuro proliferare e un nuovo processo di delocalizzazione di holding all'estero.

Ma, ancora una volta, è una questione che deve essere affrontata considerando congiuntamente la paventata revisione delle aliquote sul capital gain realizzato da parte delle persone fisiche, che non coinvolge solamente il caso dei titoli detenuti dai comuni risparmiatori ma riguarda anche, con regole di funzionamento simili, tutte le partecipazioni in qualunque società e gruppo detenuti da parte dei privati.

Anche in questa situazione, analogamente a quanto indicato in precedenza, un'irrazionale e soprattutto fine a sé stesso innalzamento delle aliquote sulle plusvalenze gravanti sulle persone fisiche avrebbe come probabile effetto un proliferare di veicoli delle partecipazioni attraverso holding di famiglia, destinate a «inscatolare» in maniera permanente nel tempo il patrimonio, con buona pace delle pretese impositive dello stato che vedrebbe perso anche il gettito a ogni assicurabile.

Ma su questi temi, e sui riflessi della tassazione del capital gain sulle persone fisiche, si ritornerà in un prossimo intervento. (riproduzione riservata)

## PIÙ VALORE PER LE ATTIVITÀ D'IMPRESA

di Ex Libris

## CHE SILEGGE AL PALAZZO

### Buttigione scende in campo

Oggi 10 settembre a Venezia si tengono gli stati generali per il finanziamento delle arti dal vivo e dello spettacolo. Quindi, anche Rocco Buttigione, filosofo di indole moderata, che non ama né le guerre né le battaglie deve scendere in campo, lancia in resta, per la «tenzone della finanziaria» (da cui nessun ministro sa come il suo portafoglio uscirà). In passato, nelle vesti di ministro delle politiche comunitarie, privo quindi di portafoglio, Buttigione osservava e mediava, preoccupandosi, principalmente, di assicurare il flusso di risorse proveniente dall'Unione europea. Adesso è alla guida di un settore controverso e di un portafoglio sempre in bilico, poiché non è facile convincere i colleghi (specialmente il ministro dell'economia e delle finanze Domenico Siniscalco) che l'arte e la cultura sono investimento, non consumo, e contribuiscono alla crescita e allo sviluppo del paese.

Il fidato capo di gabinetto (e consigliere «in toto») Francesco Tufarelli gli ha trovato armi tali da mettere Siniscalco in un angolino. In primo luogo, un saggio di Guido Tabellini (Bocconi) ancora in versione provvisoria (documento di lavoro Iger n. 292) su «Cultura e istituzioni: sviluppo economico nelle regioni d'Europa». È un'analisi economica che fa perno su due variabili: il tasso di alfabetizzazione regionale alla fine del XIX secolo e il funzionamento delle istituzioni politiche dal Rinascimento. Il verdetto è chiaro: le regioni «più colte» sono anche quelle a maggiore e migliore sviluppo. Arruolati i colleghi La Malfa e Micciché a supporto della causa.

Altra arma «made in Bocconi»: il saggio di Aldo Spranzi sul nuovo approccio all'economia dell'arte. Gli economisti interessati all'economia delle culture finiscono con l'includere le variabili estetiche in modelli ancorati a schemi di

produzione industriale. Dato che tali variabili vengono selezionate da economisti in quanto consumatori di arte (perché tale è la loro veste di fronte a fenomeni artistici), l'esito complessivo è quello di dare «una connotazione consumeristica» (piuttosto che produttivistica) alla disciplina. Essa, quindi, diventa uno strumento per la difesa dei «diritti di consumatori» (lo soppia Scajola che tali diritti deve tutelare) nei confronti una funzione di produzione, quella artistica, non sempre efficiente. Quindi, potenziando il dicastero e le risorse a sua disposizione si incide su miglioramento della produzione e della competitività.

Da maestro di filosofia teorica, però, Buttigione non può utilizzare unicamente armi bocconiane. È d'uopo un riferimento alla grande scuola tedesca. Sulla sua scrivania troneggia una raccolta di saggi sul futuro della società dell'informazione (ingaggiato anche Stanca a supporto della cultura e delle arti) curato da Wolfgang Hofkirchner. Il lavoro di Christian Fuchs (università di Salisburgo) e di Franziska Holzner (università di Kasal) esamina l'arte in quanto «sistema complesso e dinamico» tale da mettere il turbo nelle economie capitalistiche.

In omaggio alla formazione anglosassone di Siniscalco (Cambridge; ah les beaux jours!) è d'uopo un riferimento alla scuola di Chicago: cosa meglio del saggio di David Galenson, fresco di stampa, su come anticipare i successi artistici e ottenere pingui rendimenti commerciali. L'analisi di Galenson riguarda il mercato delle arti visive negli Usa dagli anni 50 a oggi e individua la Yale school of art come l'istituzione i cui laureati hanno ottenuto i migliori esiti anche dal punto di vista dei guadagni commerciali (arruolato pure il ministro Letizia Moratti).

#### AVVISO AI PORTATORI DI COVERED WARRANT E CERTIFICATES BANCA IMI

Covered Warrant su Azioni Italiane ed Estere, con scadenza 16 settembre 2005

Si comunica che l'ultimo giorno di negoziazione presso il SeDEX sarà il 12 settembre 2005 e che gli stessi saranno revocati dalla quotazione in data 13 settembre 2005.

Covered Warrant sugli Indici S&P/MIIB e Dax 30, con scadenza 16 settembre 2005

Si comunica che l'ultimo giorno di negoziazione presso il SeDEX sarà il 12 settembre 2005 e che gli stessi saranno revocati dalla quotazione in data 13 settembre 2005.

Certificati Reflex sugli Indici MIB, MIB30, MIB40, MIB50, Dax 30, Dax 100, S&P 500 e Dow Jones, con scadenza 16 settembre 2005

Si comunica che l'ultimo giorno di negoziazione presso il SeDEX sarà il 12 settembre 2005 e che gli stessi saranno revocati dalla quotazione in data 13 settembre 2005.

Certificati Reflex sugli Indici CAC 40, con scadenza 30 settembre 2005

Si comunica che l'ultimo giorno di negoziazione presso il SeDEX sarà il 29 settembre 2005 e che gli stessi saranno revocati dalla quotazione in data 30 settembre 2005.

Si ricorda inoltre che i suddetti Covered Warrant e Certificati saranno esercitati automaticamente alla data di scadenza. Banca IMI, peraltro, liquiderà l'eventuale Importo Differenziale/Importo di Liquidazione (quali definiti nei rispettivi regolamenti) a ciascun Portatore di Covered Warrant e/o Certificati.

È possibile ottenere maggiori informazioni rivolgendosi al proprio intermediario o contattando l'emittente al numero verde 800 99 66 99.

Milano, 10 settembre 2005

Banca IMI S.p.A.

BANCA D'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE IMI S.p.A.

Sede Sociale in Corso Matteotti, 4, 20121 Milano - Capitale Sociale 1 Euro 100.000.000-

Ragione Sociale: Milano 0199810254 - C.F. / P.IVA 07961910154 - Iscritta all'Albo delle Banche

Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi - Cod. ABI 3006.6

Appartenente al Gruppo Bancario Sanpaolo IMI - Socio Unica, Direzione e Coordinamento: Sanpaolo IMI S.p.A.

GRUPPO SANPAOLO IMI

SPAZIO  
CHIOSSETTO

Events & training nel cuore di Milano.