



MISURE FISCALI PER L'ALLOCAZIONE DELLA RICCHEZZA FINANZIARIA

Aprile 2009

Nel quadro delle misure atte a rilanciare il risparmio gestito e a favorire una migliore allocazione della ricchezza finanziaria delle persone fisiche, si rendono necessari due ordini di interventi nel campo della normativa fiscale. In primo luogo, è urgente attuare la riforma della tassazione dei fondi di investimento, già ampiamente discussa e condivisa da studiosi della materia e da *policy maker*, risolvendo i problemi di asimmetria di trattamento e di potenziale instabilità generati dall'attuale regime fiscale. In questo quadro l'obiettivo è di convergere su una proposta di riforma che sia pienamente specificata e di immediata realizzabilità. In secondo luogo, si tratta di introdurre anche in Italia specifiche misure di incentivo per investimenti adeguatamente diversificati e privi di finalità speculative. La tipologia di incentivo fiscale proposta nel presente documento è analoga a quella adottata in diversi paesi dell'Unione europea

1. LA RIFORMA FISCALE PER I FONDI DI INVESTIMENTO

1. Criticità del sistema in vigore

Come è noto, nel mercato nazionale del risparmio gestito si registra dal 2001 (ossia dall'anno di abolizione del cosiddetto equalizzatore) una persistente tendenza a un significativo deflusso netto dai fondi di investimento di diritto italiano che investono in strumenti finanziari. Fino ai primi mesi del 2006 tale deflusso è stato più che compensato dagli afflussi netti verso omologhi prodotti comunitari; negli ultimi ventitré mesi però (con l'eccezione dell'agosto 2006 e 2007), il saldo totale è diventato negativo come effetto di una caduta nella domanda del prodotto fondi. Dal 2001 al 2008 i dati, relativi alla raccolta netta dei fondi di investimento operanti in Italia, forniscono una prova di questa tendenza: l'ammontare totale della raccolta netta, pari a circa -157 Mdi di euro, è la risultante di 67 Mdi di euro di raccolta netta positiva per i fondi di investimento venduti in Italia ma domiciliati all'estero (fondi esteri in senso proprio e fondi *round trip*) e di 224 Mdi di euro di raccolta netta negativa per i fondi italiani.

Evidenze empiriche più disaggregate permetterebbero di mostrare che i diversi andamenti nei flussi di queste due tipologie di fondi non attengono



tanto o soltanto alla diversa domiciliazione del soggetto gestore, quanto alle differenze nelle regole di funzionamento del veicolo di investimento offerto. Uno dei principali componenti di tali differenze riguarda il regime fiscale e, in particolare, il più sfavorevole trattamento fiscale dei fondi di investimento italiani rispetto a quelli comunitari armonizzati.

I redditi dei fondi italiani (e di quelli lussemburghesi storici) sono soggetti ad imposta con l'aliquota del 12,50% direttamente a loro carico, invece che dei partecipanti e per maturazione e cioè nel periodo d'imposta in cui siano economicamente maturati. A carico di tali fondi è infatti applicabile un'imposta sostitutiva che è commisurata al risultato maturato di gestione e cioè all'incremento di valore registrato dalle attività finanziarie gestite nel corso di ciascun anno solare. Pertanto, l'imposta è prelevata prima ancora che i partecipanti abbiano potuto conseguire i redditi loro spettanti e risulta inoltre applicabile non solo sui redditi effettivamente realizzati dal fondo, ma anche su quelli economicamente maturati e non ancora realizzati.

Per contro, i redditi dei fondi comunitari armonizzati sono assoggettabili ad imposta, sempre con l'aliquota del 12,50%, ma direttamente a carico dei partecipanti e per cassa. Ed infatti, l'imposta non potendo essere prelevata a loro carico, proprio perché privi di sede in Italia, è prelevata a carico dei partecipanti all'atto della percezione dei redditi loro spettanti. Pertanto, in tal caso, il pagamento dell'imposta è differito fino a quando i partecipanti non percepiscano tali redditi tramite il riscatto o il rimborso delle quote di partecipazione ovvero le distribuzioni periodiche. Tale differimento del pagamento dell'imposta ad oggi non risulta più compensato da un corrispondente incremento dell'ammontare dell'imposta da prelevare sui redditi dei fondi comunitari armonizzati a seguito dell'abolizione dell'equalizzatore.

L'applicazione del diverso regime fiscale appena descritto comporta per i fondi italiani due ordini di svantaggi rispetto a quelli comunitari armonizzati.

In primo luogo, tali fondi, dovendo versare annualmente l'imposta sostitutiva sull'incremento di valore registrato dall'attivo, si trovano costretti ad esporre nei propri rendiconti i rendimenti al netto dell'imposta sostitutiva. Pertanto, essi, anche quando maturino rendimenti di importo esattamente pari a quelli conseguiti dai fondi comunitari armonizzati evidenziano peggiori *performance*.

In secondo luogo, i fondi italiani, dovendo corrispondere l'imposta sostitutiva per maturazione non possono reinvestire anche le somme impiegate per il pagamento dell'imposta medesima. Di conseguenza, tali fondi possono conseguire rendimenti inferiori a quelli conseguiti dai fondi comunitari armonizzati non soggetti ad imposta nello Stato in cui abbiano sede.

Inoltre, i fondi italiani si sono trovati costretti ad iscrivere nei propri rendiconti poste illiquide tali da poterne compromettere la redditività. Per effetto dell'andamento negativo registrato dai mercati finanziari molti fondi hanno accumulato rilevanti ammontari di risultati negativi di gestione. L'utilizzabilità di tali risultati a compensazione dei risultati positivi maturati negli anni successivi dallo stesso o da altro fondo ha imposto alle società di gestione del risparmio ("SGR") di procedere alla loro valorizzazione nei rendiconti, iscrivendo nella voce dell'attivo relativa agli



altri crediti l'importo del risparmio d'imposta ad essi ricollegabile. Di conseguenza, i fondi italiani che abbiano valorizzato i risultati negativi di gestione non potendo investire interamente il loro attivo registrano peggiori *performance* rispetto ai fondi comunitari armonizzati e non possono profittare di eventuali riprese dei mercati.

Si crea così un forte vantaggio competitivo per i fondi domiciliati negli altri paesi dell'Unione Europea. Un analogo vantaggio vale per molti altri strumenti finanziari distribuiti nel mercato domestico (*in primis*, i prodotti assicurativi con contenuto finanziario) che, soprattutto a causa del comune canale distributivo, hanno un elevato tasso di sostituzione nei confronti dei prodotti del risparmio gestito.

1.2. Possibili soluzioni: le linee generali

Le considerazioni, fin qui svolte, impongono alla normativa italiana di disegnare un sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento che sia in grado di superare le distorsioni oggi esistenti così da soddisfare principi di efficienza e di equità.

A tale riguardo, la proposta di Assogestioni è di estendere ai fondi italiani di investimento e ai fondi lussemburghesi storici il regime fiscale di cui attualmente godono i fondi comunitari armonizzati e molti altri strumenti finanziari. Ciò significa che si devono tassare anche i redditi dei fondi italiani di investimento non più in capo allo stesso fondo bensì direttamente a carico dei partecipanti al momento della realizzazione. Garantendo un'effettiva parità di trattamento fiscale si eliminerebbe uno degli ostacoli fondamentali per la ripresa del settore italiano del risparmio gestito.

Il regime fiscale, delineato per i fondi che investono in strumenti finanziari, dovrebbe inoltre essere esteso a tutte le tipologie di fondi comuni di investimento italiani. Come è noto, il regolamento del Ministero del Tesoro del Bilancio e della Programmazione Economica del 24 maggio 1999, n. 228, ha ampliato il catalogo di attività nelle quali i fondi di investimento possono investire il loro patrimonio. In particolare, il citato regolamento ha previsto che le società di gestione del risparmio (SGR) possano istituire fondi che investono il loro attivo in crediti, in titoli rappresentativi di crediti e in ogni altro bene per il quale esista un mercato e sia determinabile con certezza il valore con una periodicità almeno semestrale. La mancanza di una normativa, che disciplini il regime fiscale di questa particolare tipologia di fondi, ne ha di fatto finora impedito la costituzione in Italia. Sennonché la diffusione di tali fondi può favorire la creazione di nuovi segmenti del mercato finanziario domestico e può rafforzare e rendere più efficienti alcuni dei segmenti già esistenti.

Qui di seguito tratteremo in modo più analitico le problematiche, relative alla normativa attualmente in vigore, e delineremo le proposte di Assogestioni.



1.3. La tassazione per maturazione

Si è già ricordato che l'attuale regime fiscale per i fondi italiani di investimento presenta numerose criticità. In particolare, tale regime determina:

- un fattore di distorsione rispetto ai fondi di investimento comunitari che, non essendo soggetti all'imposta sostitutiva, a differenza di quelli italiani, possono reinvestire l'ammontare lordo dei rendimenti conseguiti;
- poste attive per i fondi italiani di investimento (il risparmio di imposta) che, non potendo costituire oggetto di investimento, riducono il potenziale di crescita del relativo patrimonio investito;
- una instabilità nel sistema finanziario in quanto, nel caso di corsa ai riscatti, la parte del valore della quota rappresentata dal risparmio di imposta non potrebbe essere liquidata;
- una ciclicità nelle entrate fiscali, strettamente legate all'andamento dei mercati, che è contrastata in modo erratico dalla controciclicità derivante dalla dilatazione oltre il periodo di effettiva pertinenza dei risparmi di imposta;
- una rigidità nella politica fiscale, in quanto la valorizzazione di possibili risultati negativi – per di più utilizzabili senza limiti temporali – avviene sulla base dell'aliquota dell'imposta sostitutiva vigente e rende quindi difficilmente applicabili eventuali manovre di aumento/riduzione di tale aliquota.

1.4. Il risparmio di imposta

Come detto in precedenza, per effetto di fasi sfavorevoli attraversate dai mercati finanziari negli anni passati e nei mesi più recenti, molti fondi italiani di investimento hanno accumulato e stanno accumulando un rilevante ammontare di risultati negativi di gestione la cui utilizzabilità a compensazione dei risultati positivi, già maturati (o da maturare) in anni successivi, ha imposto (e continuerà a imporre) alle SGR di procedere alla relativa valorizzazione nei rendiconti. L'omessa valorizzazione di questi risultati avrebbe avvantaggiato (e avvantaggerebbe) i nuovi partecipanti a danno di quelli vecchi, in quanto i primi avrebbero beneficiato (e continuerebbero a beneficiare) dei risultati negativi di gestione maturati dai secondi senza sostenere in contropartita alcun onere. Tale fenomeno ha assunto nel corso degli anni dimensioni assai significative e ha creato uno *stock* di risparmio di imposta difficilmente smaltibile con le attuali regole.

Il risparmio lordo di imposta del sistema era, al 31 marzo 2009, pari a 6,8 Mdi di €; pertanto, a quella data, circa l'1,7% dell'attivo dei fondi italiani di investimento rappresentava un'attività illiquida e, quindi, non investibile. Ad oggi il 75% dei fondi italiani di investimento ha iscritto in bilancio un



risparmio di imposta; di questi fondi oltre un quarto ha iscritto un risparmio d'imposta che incide per oltre il 10% del patrimonio.

1.5. Le proposte di Assogestioni: principi guida

Le soluzioni dei problemi esaminati, elaborate da Assogestioni, possono essere riassunte nei seguenti punti:

- tassazione dei proventi, che derivano dalla partecipazione ai fondi italiani, direttamente a carico degli investitori;
- prelievo dell'imposta al momento del realizzo dei redditi, cosicché l'imposizione fiscale avverrebbe al momento della percezione dei proventi periodici ovvero del disinvestimento per riscatto o cessione delle quote, secondo le regole già oggi applicabili ai proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi esteri comunitari e dall'investimento in molti altri strumenti finanziari;
- mantenimento in capo al fondo della qualifica di soggetto "lordista" nella fase di percezione dei redditi di capitale (tranne le eccezioni ad oggi esistenti);
- trasformazione dei risultati negativi di gestione, maturati al 31 dicembre 2009, in crediti di imposta infruttiferi e non rimborsabili che le SGR, le SICAV e i soggetti incaricati del collocamento delle quote o di azioni dei fondi lussemburghesi storici possano utilizzare per compensare le ritenute applicabili in capo ai partecipanti sui proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi da essi gestiti.

Qualora si volesse consentire uno smobilizzo più veloce dei crediti d'imposta, si potrebbe consentire ai medesimi soggetti di utilizzare i crediti d'imposta, entro determinati limiti annuali, anche per compensare le imposte da essi dovute e/o di cederli ad uno o più intermediari che, a loro volta, possano utilizzarli in compensazione delle imposte da essi dovute. La percentuale annua di utilizzo di detti crediti d'imposta potrebbe essere calcolata, per l'anno solare 2010, come rapporto tra l'imposta sostitutiva liquidata da ciascuna SGR nel 2009 in relazione al complesso dei fondi istituiti e lo *stock* di risparmio di imposta maturato dai medesimi fondi alla data del 1° gennaio 2010. Per gli anni successivi, invece, la percentuale potrebbe essere calcolata come rapporto fra l'importo ottenuto assumendo il 12,50% della somma dei risultati positivi maturati dai fondi gestiti dalla medesima SGR alla fine dell'anno solare risultanti dai relativi rendiconti e l'ammontare dei crediti d'imposta rilevato alla data del 1° gennaio dell'anno solare successivo. La suddetta percentuale, comunque, dovrà assumere un valore minimo del 10% e massimo del 100% del credito di imposta iscritto nel rendiconto;



- applicazione di tale regime impositivo a tutte le tipologie di fondi italiani.

1.6. I vantaggi per il sistema economico

Le soluzioni prospettate produrrebbero, se realizzate, anche vantaggi di tipo macroeconomico:

- equiparazione del trattamento fiscale dei fondi italiani di investimento a quelli degli omologhi prodotti di diritto estero e di molte altre attività finanziarie;
- smobilizzo, seppur graduale, del risparmio di imposta senza alcun impatto sul gettito erariale;
- incentivo alla stabilità dell'investimento in fondi comuni;
- maggior trasparenza nell'imposizione fiscale;
- attenuazione della ciclicità delle entrate fiscali legate alla volatilità dei mercati;
- maggior flessibilità nella politica fiscale.

1.7. Effetti di finanza pubblica

La trasformazione dei risultati negativi di gestione accumulati in credito di imposta infruttifero e non rimborsabile, che diventa utilizzabile da ogni SGR in compensazione delle ritenute sui proventi percepiti dai partecipanti ai fondi dalla stessa gestiti, non comporta alcuna perdita di gettito. Pur in un contesto in cui i fondi comuni d'investimento sono privati della soggettività tributaria, la nostra proposta per lo smobilizzo del risparmio d'imposta trasformato in credito d'imposta è infatti di adottare la regola che ne guida l'utilizzo nel sistema attuale.

Nel regime attuale, i risultati negativi dei fondi italiani di investimento possono essere compensati con i risultati positivi maturati da altri fondi gestiti dalla stessa SGR oppure riportati in avanti senza limiti temporali. Nella nostra proposta i corrispondenti crediti sono utilizzabili dalla singola SGR a scomputo delle ritenute applicabili in capo ai partecipanti sui proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi stessi. Tale previsione garantisce che l'ammontare delle minori ritenute versate corrisponda a quello della minore imposta sostitutiva che i fondi in questione avrebbero versato, compensando il risultato positivo di gestione maturato con i risultati negativi di gestione riportati dagli anni precedenti.

Si noti infine che anche l'effetto *tax deferral* della riforma, dovuto al passaggio dalla tassazione per maturazione a quella per cassa, avrebbe un impatto limitato. Assumendo che il periodo medio dell'investimento in fondi continui a essere – come oggi – pari a circa due anni, tale impatto si esaurirebbe dopo il primo anno *post* riforma.



2. MISURE A SOSTEGNO DI INVESTIMENTI PIU' EFFICIENTI

2.1. *Gli obiettivi*

La ricchezza finanziaria degli investitori italiani è caratterizzata da un livello insoddisfacente di diversificazione sia sotto il profilo dell'*asset allocation* (bassa esposizione all'investimento azionario) sia sotto il profilo degli strumenti finanziari utilizzati. Inoltre, le scelte di investimento del risparmiatore medio sono afflitte dalla brevità dell'orizzonte temporale considerato e dal conseguente fenomeno di *market-timing* avverso. Tali caratteristiche nuociono gravemente alla redditività del portafoglio finanziario medio, perché contrastano con i principi basilari di un programma di ottimizzazione del profilo atteso di rischio - rendimento .

Al fine di spingere i risparmiatori verso più adeguate strategie di diversificazione del rischio finanziario e verso un più corretto apprezzamento delle scelte intertemporali, Assogestioni propone di introdurre un incentivo fiscale. Si tratta della concessione alle persone fisiche di una detrazione di imposta, scomputabile dall'IRPEF netta dovuta sul loro reddito imponibile, pari al 19 per cento delle somme monetarie e del valore degli strumenti finanziari conferiti in Piani Individuali di Risparmio (PIR) per una durata minima di cinque periodi d'imposta. Gli investimenti, assoggettabili all'incentivo fiscale detto, potrebbero essere attuati mediante la sottoscrizione di portafogli di strumenti finanziari o di quote di fondi comuni d'investimento in grado di soddisfare requisiti di diversificazione del rischio e di una soglia minima di allocazione azionaria; essi potrebbero anche essere attuati mediante contratti di assicurazione sulla vita con prestazioni collegate al valore dei predetti fondi comuni ovvero a fondi interni rispondenti ai medesimi requisiti.

2.2. *Caratteristiche essenziali della misura proposta*

Al fine di sintetizzare i tratti di fondo dello schema di incentivo fiscale proposto, si specificano i tre punti seguenti.

- **Destinatari** : soltanto le persone fisiche che, come mostrano anche indagini recenti, denunciano in Italia un bassissimo livello medio di educazione finanziaria. In attesa di iniziative volte ad attenuare queste deficienze di formazione e di informazione, si tratta quindi di guidare con incentivi (il meno distorsivi possibile rispetto al funzionamento del mercato) le scelte basilari di investimento del risparmiatore medio. Se si estendessero gli incentivi anche a società semplici e a enti non commerciali, si rischierebbe di concedere una detrazione anche a soggetti che dovrebbero già disporre degli strumenti organizzativi e



conoscitivi necessari a realizzare un'adeguata diversificazione del rischio finanziario.

- **Oggetto della detrazione d'imposta:** le somme monetarie versate nei PIR e/o il valore degli strumenti finanziari conferiti nei PIR. La finalità, che si intende perseguire mediante la concessione di tale detrazione - ossia spingere i risparmiatori verso una migliore e più stabile strategia di diversificazione dei rischi di investimento, risulta soddisfatta anche nel caso in cui vengano conferiti nei PIR strumenti finanziari acquistati in precedenza. Una volta inseriti in un PIR da un dato risparmiatore, questi strumenti finanziari farebbero infatti parte di un portafoglio sottoposto - per definizione - ai requisiti di diversificazione e di durata dei PIR. Si prevede inoltre la possibilità di conferire somme monetarie e strumenti finanziari nei PIR a più riprese nel corso sia dello stesso periodo d'imposta sia di periodi d'imposta successivi. Purché detenuti nei PIR per almeno cinque periodi di imposta dal momento del loro specifico conferimento, anche le successive somme monetarie o strumenti finanziari fruirebbero quindi della detrazione. Infine, questa stessa detrazione andrebbe estesa ai proventi, maturati sul portafoglio dei PIR, che siano reinvestiti negli stessi PIR.
- **Ammontare della detrazione di imposta:** la detrazione di imposta dovrebbe essere accordata in misura pari al 19 per cento delle somme monetarie e dei valori conferiti nei PIR, fino a concorrenza di un limite massimo annuale prestabilito.

La concessione dell'agevolazione fiscale in forma di detrazione d'imposta, scomputabile dall'IRPEF netta dovuta sul reddito imponibile, si giustifica con l'esigenza di garantire che i risparmiatori fruiscano del medesimo risparmio d'imposta, a parità di somme e di valori conferiti nei PIR. Se si concedesse invece una deduzione dal relativo imponibile, il risparmio di imposta aumenterebbe in proporzione agli incrementi dell'aliquota marginale applicabile su questo imponibile. Ne deriverebbe che, pur a parità di somme e di valori conferiti, i risparmiatori a più alto reddito potrebbero fruire di un maggior risparmio d'imposta.

La detrazione d'imposta dovrebbe essere accordata in misura pari al 19 per cento delle somme monetarie e dei valori conferiti nei PIR, in quanto tale misura corrisponde a quella delle detrazioni d'imposta attualmente accordate dall'art. 15 del TUIR. Essendo inferiore all'aliquota minima IRPEF attualmente vigente (il 23 per cento), il 19 per cento permette inoltre di garantire che, a parità di somme e valori conferiti, il risparmio d'imposta realizzato dai risparmiatori sia il medesimo indipendentemente dal livello del reddito percepito.



Infine, la detrazione d'imposta del 19 per cento dovrebbe essere riconosciuta soltanto fino a concorrenza di un limite massimo annuale prestabilito per evitare che i risparmiatori, in possesso di rilevanti capitali finanziari, possano fruire di un ammontare di detrazione così elevato da assorbire interamente l'IRPEF dovuta.

2.3. La realizzazione dei PIR

La costituzione dei PIR può essere realizzata in vari modi. Qui di seguito ci limitiamo a ricordare le due forme più ovvie che i risparmiatori possono seguire.

- **Forma diretta:** tramite l'acquisto di strumenti finanziari, in grado di comporre un portafoglio conforme ai requisiti di diversificazione del rischio e di profilo temporale propri ai PIR, qualora il risparmiatore intenda gestire il suo portafoglio finanziario in proprio o tramite Gestioni Individuali di Portafoglio (GIP)
- **Forma indiretta** mediante la sottoscrizione di quote di fondi di investimento italiani e esteri, conformi ai requisiti di diversificazione del rischio e di profilo temporale propri ai PIR (d'ora in poi, fondi qualificati), oppure mediante la sottoscrizione di contratti di assicurazione sulla vita stipulati da intermediari italiani o esteri con prestazioni collegate al valore dei predetti fondi qualificati o di fondi interni. Pertanto le somme e gli strumenti finanziari, conferiti nei PIR, potrebbero essere affidati in custodia e amministrazione a intermediari finanziari ovvero in gestione a intermediari finanziari e a compagnie di assicurazione.

L'oggetto dell'investimento nei PIR può essere rappresentato da qualunque strumento finanziario. Non si tratta quindi di investire solo in azioni quotate e non quotate; è anche possibile investire in titoli emessi dallo Stato o da altri enti pubblici, in obbligazioni emesse da società quotate e non quotate, in contratti derivati, e così via. In termini della frontiera rischio-rendimento, la durata minima di detenzione dei PIR rende tuttavia efficiente imporre un limite minimo al peso della componente azionaria. Inoltre, il principio di diversificazione pone ulteriori vincoli quantitativi.

Queste ultime considerazioni portano a introdurre i seguenti limiti di investimento e i seguenti requisiti di diversificazione dei PIR:

- l'attivo dei portafogli finanziari, dei fondi qualificati e dei fondi interni dovrebbe essere investito per non più del 5 per cento in strumenti finanziari di uno stesso emittente o di una stessa controparte;
- l'attivo dei portafogli finanziari, dei fondi qualificati e dei fondi interni dovrebbe essere investito per non meno del 30 per cento in azioni o



quote di società con sede in uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo;

- l'attivo dei fondi qualificati, al cui valore siano collegati i contratti di assicurazione sulla vita, non dovrebbe essere investito per più del 5 per cento in strumenti finanziari di uno stesso emittente o controparte e per meno del 30 per cento in azioni delle predette società.
- l'ammontare delle somme monetarie in giacenza non dovrebbe risultare superiore al 5 per cento dell'ammontare dei valori e delle somme complessivamente investiti nei PIR.

Per evitare che il mancato rispetto anche per un solo giorno lavorativo di uno dei requisiti di diversificazione e di efficienza sopra individuati possa comportare la decadenza del diritto a fruire della detrazione d'imposta, sarebbe opportuno prevedere che tali requisiti debbano essere soddisfatti per almeno 4/5 dei giorni lavorativi compresi in ciascun anno solare. Pertanto, assumendo che i giorni lavorativi in un anno solare siano duecentoventi, l'accesso alla detrazione fiscale richiede che i requisiti medesimi siano soddisfatti per almeno centosettantasei giorni.

2.4. Durata minima dell'investimento in PIR

Perché soddisfatti i requisiti dei PIR, ciascun investimento deve essere detenuto in un portafoglio finanziario per almeno cinque periodi d'imposta. Qualora siano conferiti somme o valori nei PIR in più periodi d'imposta successivi, il requisito minimo di durata va pertanto computato a partire dal periodo d'imposta di effettuazione di ogni singolo conferimento. Diversamente, i risparmiatori potrebbero porre in atto comportamenti di investimento di tipo elusivo. Per esempio, essi potrebbero effettuare un investimento minimo nel primo periodo; e avvalersi dell'intero tempo di detenzione maturato su quel minimo investimento per accedere alla detrazione anche per gli investimenti effettuati nel PIR in ciascuno dei successivi periodi d'imposta e di durata singola inferiore ai cinque.

Il prelievo o il trasferimento a terzi (di una parte) delle somme e dei valori, investiti nei PIR, prima del compimento del periodo minimo dovrebbe comportare la perdita della detrazione d'imposta, fruita nei precedenti periodi, sull'ammontare di queste somme o di questi valori. Il risparmiatore dovrebbe, quindi, liquidare nella dichiarazione dei redditi la maggiore IRPEF dovuta per effetto del recupero della precedente detrazione. Per contro i disinvestimenti, derivanti dal rimborso o dalla cessione di strumenti finanziari e quote di fondi qualificati, e il rimborso o la cessione dei contratti di assicurazione sulla vita non comportano la perdita della detrazione d'imposta, qualora le somme disinvestite siano trasferite sul conto corrente riservato per essere reinvestite.



2.5. Come far rispettare i requisiti

Per garantire il rispetto del requisito di durata minima dei PIR, è necessario che ogni risparmiatore depositi su un conto corrente, a lei/lui intestato e aperto presso l'intermediario finanziario da lei/lui prescelto, le somme monetarie versate per la sottoscrizione dei PIR. E' inoltre necessario che ogni risparmiatore canalizzi su tale conto tutti i flussi di cassa derivanti da operazioni di investimento, di disinvestimento, di riscossione dei proventi e di prelievo rispetto al PIR. Le imprese di assicurazione non possono, però, intrattenere rapporti di conto corrente con i risparmiatori; di conseguenza, nel caso in cui il PIR sia attuato mediante la sottoscrizione di un contratto di assicurazione sulla vita, il risparmiatore interessato deve aprire il conto corrente presso un intermediario finanziario.

Anche per garantire il rispetto dei requisiti di diversificazione del rischio di investimento, vanno distinte due possibilità. Nel caso in cui il PIR sia attuato tramite la sottoscrizione di un portafoglio finanziario, il risparmiatore è tenuto a depositare questo portafoglio finanziario su un unico conto di custodia ed amministrazione titoli a lei/lui intestato. Per contro, nel caso in cui i PIR siano attuati mediante la sottoscrizione di contratti di assicurazione sulla vita, il risparmiatore si dovrebbe limitare a chiedere alla compagnia di assicurazione di segregare tali contratti rispetto ad altri contratti da lei/ lui eventualmente stipulati con quella stessa compagnia.

Per far sì che i flussi di cassa derivanti dalle operazioni di investimento, disinvestimento e riscossione di proventi rispetto ai PIR transitino sul conto corrente riservato, il risparmiatore è tenuto a conferire all'intermediario, presso il quale abbia aperto il conto di custodia ed amministrazione ovvero all'impresa di assicurazione con cui abbia concluso il contratto di assicurazione sulla vita, il mandato ad accreditare e addebitare i flussi di cassa sul conto corrente riservato.

Per consentire all'Amministrazione finanziaria di verificare - nel modo più agevole possibile - il rispetto dei requisiti di diversificazione e di durata minima dei PIR, gli intermediari finanziari e le compagnie di assicurazione sono tenute a comunicare all'Agenzia delle Entrate l'ammontare dei prelievi e dei trasferimenti delle somme e dei valori depositati sui conti correnti e sui conti di custodia riservati, nonché la revoca del mandato ad accreditare e addebitare i pagamenti e le riscossioni di somme sui conti correnti riservati.

3. CONCLUSIONI

La realizzazione a breve termine della riforma fiscale per i fondi italiani di investimento e l'introduzione dei PIR, lungo le linee tracciate nelle sezioni 1 e 2, rappresenterebbero due passi cruciali per l'eliminazione delle esternalità negative che gravano sul settore italiano del risparmio gestito e che stanno



contribuendo al suo declino. Per quanto necessari, questi due passi non sono comunque sufficienti a risolvere i problemi del settore.

Riferendosi ancora alle esternalità negative, è opportuno menzionare i numerosi fattori di difformità di regolazione che gravano sui fondi di investimento e sugli altri strumenti del risparmio gestito prodotti e/o distribuiti nel mercato finanziario italiano. Riferendosi invece ai problemi interni all'organizzazione e alla *governance* delle SGR, è opportuno un ulteriore processo di consolidamento volto sia ad arricchire le forme proprietarie e i rapporti tra produzione e distribuzione sia a sfruttare possibili economie di scala e di scopo.