



Università  
Ca' Foscari  
Venezia  
Facoltà  
di Economia

**Corso di Laurea  
in Amministrazione, finanza e controllo**

**Prova finale di Laurea**

**La riforma fiscale dei fondi immobiliari  
ex D.L. 78/2010: impatti e prospettive**

**Relatore**

Ch. Prof. Leonardo Di Brina

**Correlatori**

Ch. Prof.ssa Alessandra Zanardo

Ch. Prof. Adalberto Perulli

**Laureando**

Giovanni Bernardi

Matricola 831556

**Anno Accademico**

**2011 / 2012**

*Ai miei genitori*

## INDICE

PREMESSA .....	5
INTRODUZIONE .....	9
CAPITOLO 1 – LA DISCIPLINA CIVILISTICA DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO.....	16
CAPITOLO 2 - RATIO DELLA NORMA E CONTESTO ECONOMICO DI RIFERIMENTO .....	49
CAPITOLO 3 – EXCURSUS NORMATIVO DELLA FISCALITÀ DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO IMMOBILIARI.....	73
CAPITOLO 4 – IL REGIME TRIBUTARIO DEI FONDI IMMOBILIARI EX ART.32 DEL D.L. 78/2010 .....	87
CAPITOLO 5 - IL CALCOLO DELLE IMPOSTE. IL CASO DI UN FONDO IMMOBILIARE.....	122
CAPITOLO 6 – LA PREVIDENZA: EVOLUZIONI NORMATIVE ED ESIGENZE CONSEQUENTI.....	132
CONCLUSIONI.....	145
BIBLIOGRAFIA.....	148

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: trend di crescita dei fondi immobiliari .....	60
Tabella 2: società e fondi operativi.....	61
Tabella 3: numeri del Settore .....	62
Tabella 4: composizione del Settore.....	62
Tabella 5: trattamento tributario del Fondo Immobiliare ante D.L. 78/2010 .....	82
Tabella 6: trattamento tributario dei partecipanti al Fondo Immobiliare ante D.L. 78/2010 .....	84
Tabella 7: Fondi pensione preesistenti.....	136
Tabella 8: montante contributivo .....	138

## PREMESSA

Il fondo comune di investimento è uno strumento finanziario definito dal Testo Unico della Finanza come un soggetto senza personalità giuridica, dotato di un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti. Tale patrimonio è gestito in monte e distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello dei partecipanti, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società di gestione. Il centro decisionale delle strategie di investimento è delegato da un'apposita società di gestione del risparmio (SGR) che, da un lato, raccoglie le risorse finanziarie, dall'altro le impiega in modo collettivo in attività di investimento.

Rispetto agli altri veicoli usati per lo svolgimento di attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, quali le società finanziarie o gli intermediari, il fondo comune d'investimento rappresenta una soluzione ottimale in quanto caratterizzato da alcuni elementi distintivi che ne hanno agevolato la diffusione. Per i fondi comuni vige la separazione tra fondo e società di gestione: il fondo investe capitali di terzi; ciò consente al *management team* di agire autonomamente nella selezione delle migliori opportunità d'investimento, accelerando i tempi decisionali legati alla predisposizione e alla conclusione degli investimenti. Come per le altre tipologie di fondi comuni di investimento, il valore aggiunto del fondo è di spettanza dei possessori delle quote del fondo, i quali ne beneficiano secondo le norme stabilite dal regolamento del fondo stesso, mentre il gestore è remunerato attraverso commissioni che, al netto dei costi di gestione, determinano la remuneratività della gestione stessa.

I fondi hanno una vita limitata e sono strumenti molto flessibili: il fondo ha una scadenza ed è quindi destinato a concludersi al momento della liquidazione delle quote. Consente agli investitori di vedere concretizzato l'esito delle operazioni, sotto forma di rendimento realizzato, entro un preciso arco temporale. E' possibile, inoltre, che durante la vita del fondo, la società di gestione modifichi la sua strategia, attraverso il lancio di altri fondi che si presentano come prodotti diversi, ciascuno con una precisa fisionomia e con performance non direttamente correlate. Si possono quindi creare prodotti differenti, con obiettivi strategici distinti e scadenze temporali specifiche. I fondi comuni d'investimento possono assumere poi svariate forme ed avere ad oggetto investimenti di qualsiasi tipo.

Si possono distinguere i fondi secondo le modalità di sottoscrizione delle quote oppure, a seconda delle caratteristiche dell'investimento tipico, ci possono essere fondi a sviluppo o fondi prettamente *core*. Il presente elaborato si focalizzerà principalmente sull'istituto dei fondi comuni d'investimento immobiliari, caratterizzati da investimenti specifici ed un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Nello specifico si andranno ad analizzare le implicazioni che la normativa fiscale ha apportato ad un sottoinsieme di tali fondi, i fondi comuni d'investimento chiusi di tipo immobiliare.

I fondi d'investimento chiusi sono intermediari finanziari che raccolgono capitali, attraverso l'emissione di quote, per poi gestirli in comune professionalmente. La caratteristica della "chiusura" implica che i fondi immobiliari chiusi non prevedano la possibilità per i partecipanti di entrare mediante la sottoscrizione di nuove quote o di uscire mediante il riscatto di queste in qualsiasi momento del fondo, rendendo questo strumento particolarmente idoneo a investimenti di medio-lungo periodo, tipici dell'attività immobiliare, private equity e venture capital.

La dimensione della società di gestione, il numero e il rilievo dei fondi gestiti, la competenza dei consulenti per le scelte gestionali, l'alta professionalità nel misurare il valore corrente del patrimonio, sono tutte condizioni che

definiscono i confini di tutela dei partecipanti e l'appagamento delle aspettative riposte nella forma di *asset allocation* immobiliare. I fondi comuni di investimento immobiliare fanno il proprio ingresso nel panorama dei prodotti finanziari italiani con l'approvazione della legge 25 gennaio 1994, n. 86 istitutiva dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi e hanno avuto uno straordinario successo sia perché hanno rappresentato un innovativo strumento di investimento del risparmio, sia perché hanno offerto ai proprietari di immobili delle opportunità nuove per gestire i loro fabbisogni immobiliari.

Il fondo comune d'investimento immobiliare si configura poi dal punto di vista tributario come soggetto esente da imposte sui redditi e IRAP. Questa agevolazione fiscale ha comportato nel corso degli anni la diffusione del fondo comune anche come strumento elusivo appunto delle imposte sui redditi e dell'IRAP. Si sono creati numerosi fondi cosiddetti veicolo, con l'unico scopo di beneficiare di tale trattamento tributario di favore e caratterizzati per lo più da una ristretta base partecipativa o da una compagine a carattere familiare. Il legislatore in più tentativi è intervenuto per limitare questo fenomeno, ultimo dei quali l'introduzione del regime fiscale previsto con l'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122 nel testo da ultimo modificato dall'art. 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106, contenente alcune disposizioni che mutano l'assetto normativo dei fondi comuni d'investimento immobiliare.

Tale decreto ha stabilito che il regime fiscale proprio dei fondi immobiliari e mobiliari può rendersi applicabile esclusivamente a quei fondi che rispettino i requisiti civilistici contenuti nell'articolo 1, comma 1, lettera j), del TUF. In particolare, quest'ultima norma ha sostituito la nozione di "fondo comune di investimento" modificandolo in ottica antielusiva. Ha inoltre introdotto per i fondi diversi da quelli istituzionali, previsti nella stessa norma al comma 3, dell'art. 32, ferma restando l'applicazione del regime proprio del fondo sia ai

fini delle imposte dirette che indirette, l'applicazione di un particolare trattamento fiscale ai partecipanti, diversi da quelli elencati nel medesimo comma 3, che possiedono quote di partecipazione al fondo superiori al 5% del valore stesso. Tale trattamento fiscale comporta l'imputazione per trasparenza in capo al partecipante dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione. Per i medesimi partecipanti, il nuovo comma 4-bis dell'art. 32 del decreto legge n. 78 del 2010 prevede inoltre l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5% sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010. Il comma 5 dell'art. 32 prevede la possibilità per la SGR di deliberare la liquidazione dei fondi immobiliari che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello previsto per i fondi istituzionali e nei quali almeno un partecipante deteneva una quota di partecipazione superiore al 5%.

La presente trattazione ha quale finalità quella di illustrare le modifiche normative apportate al settore dei fondi comuni di investimento immobiliare, introdotte con l'art. 32 del Decreto Legge n. 78 del 31 maggio 2010 e successive modificazioni, apportate dall'art. 8, comma 9 del Decreto Legge n. 70 del 13 maggio 2011. Si analizzeranno gli aspetti civilistici, fiscali e sostanziali introdotti dal legislatore, descrivendone le conseguenze per ciascuna parte in causa.



## INTRODUZIONE

L'articolo 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, nel testo modificato dall'articolo 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106, ha comportato numerosi cambiamenti nell'ambito della disciplina civilistica e fiscale dei fondi comuni d'investimento immobiliare. Alcune disposizioni ne modificano le caratteristiche principali introducendo una nuova definizione che si focalizza su due fondamentali elementi dei fondi stessi: la "pluralità" dei partecipanti e l'"autonomia di gestione" dal gestore del fondo, ossia la società di gestione del risparmio. Altre disposizioni mutano l'assetto normativo e fiscale dei fondi comuni d'investimento immobiliare.

Il legislatore, al fine di contrastare la costituzione di fondi immobiliari al solo scopo di beneficiare del regime fiscale agevolato previsto, cosiddetti "fondi veicolo", ha introdotto con il D.L. 78/2010 all'art.32 disposizioni volte ad arginare il fenomeno di questi fondi immobiliari costituiti da un numero ristretto di partecipanti, costituiti con il fine di usufruire del regime fiscale di favore previsto. Tale agevolazione consiste nell'esenzione del fondo immobiliare dalle imposte sui redditi e dall'IRAP, in luogo dell'applicazione del regime ordinario di tassazione previsto per i redditi fondiari, che si applicherebbe qualora gli immobili fossero detenuti direttamente dai partecipanti.

In passato il legislatore aveva già previsto una disciplina speciale per alcune tipologie di fondi immobiliari applicando ai fondi c.d. "familiari" e a quelli a ristretta base partecipativa il regime speciale di cui all'articolo 82, commi da 17 a 22, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133. Tale regime prevedeva per i suddetti fondi l'applicazione di un'imposta patrimoniale dell'1 per cento del valore netto del patrimonio, che si aggiungeva alla ritenuta alla fonte pari al 20 per cento sui proventi distribuiti ai partecipanti, e l'applicazione nella misura del 20 per cento (anziché della misura all'epoca vigente del 12,50 per cento) dell'imposta sostitutiva sui redditi diversi di natura finanziaria realizzati in sede di cessione delle quote di partecipazione nei predetti fondi immobiliari (si veda Circolare Assogestioni n. 61/E del 2008).

Tuttavia, le numerose condizioni e limitazioni dell'ambito applicativo della norma hanno costituito un impedimento al raggiungimento degli obiettivi che si era posto il legislatore. Essa, infatti, si rendeva applicabile ai soli fondi per i quali non è prevista la quotazione dei certificati in un mercato regolamentato e dotati di un patrimonio inferiore a 400 milioni di euro.

Il legislatore, con l'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010, oltre ad aver disposto l'abrogazione della disciplina fiscale appena descritta, ha stabilito al comma 1, lettera a) che il regime fiscale proprio dei fondi immobiliari e mobiliari può rendersi applicabile esclusivamente a quei fondi che rispettino i requisiti civilistici (anch'essi modificati e resi più espliciti dalla stessa norma) contenuti nell'articolo 1, comma 1, lettera j), del testo unico della finanza approvato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF). In particolare, quest'ultima norma ha sostituito la nozione di "fondo comune di investimento" modificandolo in ottica antielusiva e definendolo: *"il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte,*

*nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi".*

L'articolo 32, comma 2, del decreto legge n. 78 del 2010 attribuiva al Ministro dell'Economia e delle Finanze il compito di emanare, ai sensi dell'articolo 37 del TUF, le relative disposizioni di attuazione. Tale provvedimento di attuazione però non è stato emanato in quanto il citato comma dell'articolo 32 è stato abrogato dall'articolo 8, comma 9, lettera a), del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70 che ha previsto una nuova regolamentazione dei fondi immobiliari attraverso varie modifiche dello stesso articolo 32. Pertanto, tenuto conto che l'applicazione delle disposizioni di cui al citato articolo 32, nella formulazione in vigore fino al 13 maggio 2011, erano subordinate all'emanazione del suddetto decreto ministeriale, esse sono rimaste inapplicabili. Le successive lettere del medesimo comma 9 del D.L. 70/2011 hanno inoltre sostituito i commi 3, 4, 5 e 5-bis primo periodo del citato articolo 32 e introdotto i commi 3-bis e 4-bis.

La nuova definizione, in linea con il quadro normativo comunitario introdotto con la direttiva comunitaria c.d. Uctis IV, pone in evidenza, quali caratteristiche imprescindibili, la funzione economica del fondo, ossia la gestione collettiva del risparmio raccolto tra una pluralità di investitori, e l'autonomia delle scelte di gestione della SGR rispetto all'influenza dei partecipanti.

Ai fondi già istituiti la norma imponeva l'adeguamento alle disposizioni civilistiche mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva del 5 per cento del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2009 o, in alternativa, la liquidazione del fondo. In quest'ultimo caso, l'imposta dovuta era stabilita nella misura del 7 per cento. Inoltre, era prevista un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP nella misura del 7 per cento sui risultati conseguiti fino alla conclusione della liquidazione. Introduceva inoltre un regime di tassazione differenziato dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari in ragione della tipologia dell'investitore, istituzionale o non, e della percentuale

di partecipazione al fondo<sup>1</sup>.

L'art. 32 al comma 3, così come modificato dall'art.8 del D.L. 70/2011, individua espressamente gli investitori istituzionali, mentre qualifica come investitori “non istituzionali” i partecipanti al fondo diversi dagli investitori indicati al citato comma 3 dell'art.32<sup>2</sup>. Nel dettaglio, i commi 3-bis e 4 dell'art.32 D.L. 78/2010 hanno introdotto nei confronti degli investitori non istituzionali che detengono una quota di partecipazione al fondo immobiliare superiore al 5%, l'applicazione di un regime di tassazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo ovvero l'applicazione, in ogni caso, della ritenuta a titolo d'imposta del 20% al momento della loro corresponsione, qualora si tratti di investitori non residenti. Con riguardo alla tassazione dei redditi diversi di natura finanziaria conseguiti dai predetti investitori in caso di cessione delle quote, è prevista l'applicazione delle disposizioni in materia di tassazione delle partecipazioni qualificate di cui all'art. 68, comma 3, del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 denominato Testo Unico delle Imposte sui Redditi, e pertanto le plusvalenze/minusvalenze conseguite al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale concorrono alla formazione del reddito complessivo dell'investitore nei limiti del 49,72% del relativo ammontare. Per gli investitori istituzionali e non istituzionali che detengono una quota di partecipazione al fondo non superiore al 5%, il comma 3-bis, ultimo periodo, del citato art. 32 stabilisce invece che resta ferma l'applicazione dell'ordinario regime di tassazione di cui all'art. 7 del D.L. 351/2001<sup>3</sup>, che prevede l'applicazione di una ritenuta del 20% sui proventi distribuiti in costanza di partecipazione al fondo ovvero sui proventi conseguiti in sede di riscatto o cessione delle quote. Le plusvalenze o minusvalenze realizzate attraverso la cessione delle quote sono assoggettate ad imposta sostitutiva del 20% secondo il regime di tassazione

---

<sup>1</sup> Longo, M. e Conio E., 2011. *Fondi comuni d'investimento – Un aggiornamento*. Freshfields Bruckhaus Deriger LLP. Disponibile su [www.freshfields.com](http://www.freshfields.com)

<sup>2</sup> Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.2/E del 15 febbraio 2012, capitolo 3

<sup>3</sup> Si veda a riguardo le specificità del D.L. 351/2001 al successivo capitolo terzo

scelto dall'investitore ai sensi degli art. 5 (regime della dichiarazione), art. 6 (regime del risparmio amministrato) e art. 7 (regime del risparmio gestito) del D.lgs. 21 novembre 1997, n. 461<sup>4</sup>. Ai fondi partecipati dagli investitori istituzionali si rende applicabile l'intero regime fiscale previsto dal decreto legge n. 351 del 2001 a prescindere da ogni valutazione in merito ai requisiti di autonomia gestionale e pluralità dei partecipanti sopra evidenziati.

A seguito dell'emanazione del D.L. 70/2011 occorre innanzitutto evidenziare che è rimasta invariata la nozione di "fondo comune di investimento" così come riformulata dal comma 1 dell'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010; nozione che, come si ricorda, si rende applicabile ai fondi comuni di investimento sia immobiliare che mobiliare<sup>5</sup>. In sostanza, lo status di fondo comune d'investimento non può essere attribuito a quei fondi che si discostano dal modello tipizzato dalle disposizioni civilistiche e che non attuano forme di gestione collettiva del risparmio. Pertanto, sotto il profilo tributario, qualora un organismo di investimento non possieda i requisiti previsti dalle sopra menzionate disposizioni, allo stesso non si applicherà la disciplina fiscale prevista per gli organismi di investimento collettivo del risparmio immobiliare di cui al citato decreto legge n. 351 del 2001 e a tali organismi si applicheranno le disposizioni ordinarie in materia di imposta sul reddito delle società (IRES).

In proposito si fa presente che l'articolo 96, comma 1, lettera a), del decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, nel modificare l'articolo 73 del TUIR, ha chiarito che gli organismi di investimento collettivo del risparmio (tra cui sono compresi i fondi immobiliari) residenti nel territorio dello Stato sono, in via generale, soggetti passivi di IRES essendo stati inclusi tra i soggetti di cui alla lettera c), comma 1, di quest'ultima disposizione. Inoltre la lettera b) dell'articolo 96 del medesimo decreto legge ha modificato il comma 3 dell'articolo 73 del TUIR precisando che si considerano residenti nel territorio dello Stato gli organismi di

---

<sup>4</sup> Circolare Assogestioni Prot. n. 121/12/C del 23 novembre 2012, pag. 2.

<sup>5</sup> Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 33/E del 15 luglio 2011, par. 1.

investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia<sup>6</sup>.

Ciò posto, sulla base della predetta previsione normativa, gli uffici finanziari sono tenuti a rilasciare – su richiesta della SGR - i certificati di residenza per l'applicazione delle Convezioni per evitare le doppie imposizioni relativamente ai fondi immobiliari istituiti in Italia.

Per quanto riguarda i redditi conseguiti dai partecipanti ai fondi immobiliari, le modifiche apportate dal decreto legge n. 70 del 2011 prevedono l'imputazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione in capo ai partecipanti che possiedono quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento del valore dello stesso. Tale regime non si applica ai partecipanti "istituzionali" di cui al comma 3, sia nel caso in cui partecipino ad un fondo "istituzionale" sia nel caso in cui partecipino ad un fondo diverso da quelli istituzionali.

Per i partecipanti non istituzionali che possiedono quote di partecipazione al fondo superiori al 5 per cento il nuovo comma 4-bis dell'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010 prevede inoltre l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5 per cento sul valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010<sup>7</sup>.

I commi 5 e 5-bis dell'articolo 32, come sostituiti dall'articolo 8, comma 9, lettere d) ed e), del decreto legge n. 70 del 2011, prevedono invece la possibilità per la SGR di deliberare la liquidazione dei fondi immobiliari che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello ora previsto per i fondi istituzionali e nei quali almeno un partecipante non istituzionale deteneva una quota di partecipazione superiore al 5 per cento. In tal caso, è dovuta un'imposta sostitutiva pari al 7 per cento del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2010 e un'imposta

---

<sup>6</sup> Circolare Assogestioni Prot. n. 121/12/C del 23 novembre 2012, pag. 9.

<sup>7</sup> Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n.2/E del 15 febbraio 2012, capitolo 4. A riguardo si veda l'applicazione sostanziale della norma al capitolo quinto.

sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP, nella misura del 7 per cento sui risultati conseguiti dal 1° gennaio 2011 e fino alla conclusione della liquidazione. Inoltre al fine di agevolare la liquidazione del patrimonio immobiliare dei fondi che non intendevano adeguarsi ai nuovi requisiti civilistici sono state previste, e poi confermate dal D.L. 70/2011, specifiche disposizioni in materia di applicazione dell'imposta sul valore aggiunto e delle altre imposte indirette, contenute nei commi 5-ter e 5-quater dell'articolo 32 del D.L. 78/2010<sup>8</sup>.

Considerato il mutato assetto normativo è stato conseguentemente abrogato lo speciale regime di imposizione patrimoniale previsto dal citato articolo 82 del decreto legge n. 112 del 2008 ed alcune modifiche sono state apportate anche al regime tributario dei redditi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari percepiti da soggetti non residenti contenuto nell'articolo 7, comma 3, del citato decreto legge n. 351 del 2001<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Circolare dell'Agenzia delle Entrate, n.2/E del 15 febbraio 2012, capitolo 6.

<sup>9</sup> Circolare Assogestioni n. 11/E del 9 marzo 2011.

## CAPITOLO 1 - LA DISCIPLINA CIVILISTICA DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

Il legislatore, con l'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010, oltre ad aver disposto l'abrogazione della disciplina fiscale introdotta dal D.L. 351 del 2001 e successivamente novellata dal D.L. 112 del 2008<sup>10</sup>, ha stabilito al comma 1, lettera a) che il regime fiscale proprio dei fondi immobiliari e mobiliari può rendersi applicabile esclusivamente a quei fondi che rispettino i requisiti civilistici contenuti nell'articolo 1, comma 1, lettera j), del testo unico di finanza approvato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF)<sup>11</sup>. In particolare, quest'ultima norma ha sostituito la nozione di "fondo comune di investimento" modificandolo in ottica antielusiva e definendolo come: "*il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dei medesimi*"<sup>12</sup>.

La nuova definizione, in linea con il quadro normativo comunitario<sup>13</sup>, pone in evidenza, quali caratteristiche imprescindibili, la funzione economica del fondo,

---

<sup>10</sup>Si rimanda al capitolo terzo per l'analisi dettagliata dei profili fiscali dei Decreti Legge 351/01 e 112/2008

<sup>11</sup> Si veda sul tema la relazione illustrativa al disegno di legge di conversione del D.L. 78/2010 - Atto del Senato della Repubblica A.S. n.2228

<sup>12</sup>La precedente definizione era: "*il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio del fondo, sia aperto che chiuso, può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote*"

<sup>13</sup>Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, c.d. UCTIS IV



ossia la gestione collettiva del risparmio raccolto tra una pluralità di investitori, e l'autonomia delle scelte di gestione della SGR rispetto all'influenza dei partecipanti (Barbagelata e Piazza, 2011).

Il Fondo Comune d'Investimento è uno strumento finanziario definito dal D.lgs del 24 febbraio 1998, n. 58. Come già anticipato all'articolo 1, comma 1, lett. j) del TUF, vi è la definizione di fondo comune d'investimento, recentemente novellata dall'art. 32 del D.L. 78/2010 e successive modificazioni<sup>14</sup>, e al Titolo III del medesimo decreto legislativo n. 58/98, alla sezione intitolata alla "gestione collettivo del risparmio"<sup>15</sup>, sono delineate le caratteristiche di autorizzazione, operatività e regolamentazione dei fondi comuni d'investimento.

Il fondo comune d'investimento è quindi un patrimonio: (i) autonomo, rispetto al patrimonio dei singoli sottoscrittori e soprattutto rispetto al patrimonio del gestore e degli altri eventuali fondi promossi e gestiti dal medesimo gestore; (ii) suddiviso in quote, in quanto la partecipazione al fondo da parte del sottoscrittore è rappresentata da quote appartenenti alla categoria degli strumenti finanziari; (iii) di pertinenza di una pluralità di partecipanti: da ciò deriva il concetto di "fondo comune". L'origine dei fondi comuni come strumento d'investimento (Bianchi, 2006) è motivata dalla necessità e dall'intento di ottenere una sufficiente diversificazione del portafoglio, pur non disponendo di un patrimonio da investire di ampie dimensioni. Una moltitudine di soggetti che conferisce nel fondo somme anche limitate permette comunque la costituzione di una massa gestita di dimensioni tali da poter, al

---

<sup>14</sup>Circolare dell'Agazia delle Entrate n. 33/E/2011

<sup>15</sup>Art. 1, comma 1, lettera n) del TUF: "Per "gestione collettiva del risparmio" s'intende il servizio che si realizza attraverso:

- a) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
- b) la gestione del patrimonio di OICR, cioè i fondi comuni d'investimento e le società d'investimento a capitale variabile (SICAV), mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

La gestione collettiva può realizzarsi attraverso le SICAV (società d'investimento a capitale variabile) e le SGR (Società di Gestione del Risparmio). Entrambe le società sono costituite in forma di società per azioni e gestiscono un patrimonio sotto forma di varie tipologie d'investimento."

proprio interno, diversificare gli investimenti in maniera ottimale; (iv) gestito in monte, ossia in forma cumulativa, da un soggetto preposto a tale funzione. Infatti, i sottoscrittori del fondo, cioè i conferenti del capitale, non partecipano alla gestione, che compete alla società di gestione del risparmio.

Il concetto di “autonomia di gestione” è caratterizzato da numerose espressioni della dottrina e della giurisprudenza, culminate con la sentenza della Corte di Cassazione n. 16605 del 15 luglio 2010, che illustra le principali teorie della dottrina, soffermandosi sulle criticità di ciascuna<sup>16</sup>, ma prima di procedere con l'enunciazione delle teorie della dottrina ed esplicitarle nei loro contenuti, si ritiene utile focalizzare il tema sul significato di “gestione” nel contesto dei fondi comuni d'investimento.

Come già precedentemente descritto, la gestione dei fondi è prevista essere in capo alla Società di Gestione del Risparmio, ex art. 1, comma 1, lettera o) del TUF<sup>17</sup>: *“la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio;”*.

La SGR è un intermediario finanziario introdotto nell'ordinamento italiano dal TUF. La SGR istituisce in Italia la figura del cosiddetto “gestore unico”, cioè un soggetto che può essere autorizzato a prestare tanto il servizio di gestione individuale di portafogli quanto quello di gestione collettiva. La SGR ha il ruolo di promuovere il fondo, di provvedere alla sua costituzione, di raccogliere mezzi finanziari presso i risparmiatori mediante l'emissione e il collocamento delle quote e gestire le disponibilità monetarie; nella sua attività è affiancata dalla banca depositaria, che funge da supervisore di tutte le attività finanziarie<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup>Cassazione, Sezione I, 15 luglio 2010 n.16605

<sup>17</sup>Lettera così sostituita dall'art. 2 del d.lgs. n. 274 dell'1.8.2003

<sup>18</sup>La banca depositaria, il cui intervento è previsto dalla legge, funge da ulteriore garanzia all'attività svolta dalla SGR (per esempio, essa monitora che tutte le attività svolte dalla società di gestione siano conformi alla legge, allo statuto e al regolamento)

Già in passato non era vietata l'istituzione e la gestione di tipologie diverse di fondi comuni, dato che la legge n. 344/93 prevedeva espressamente all'art.1, comma 3, lettera b), la possibilità per le società di gestione di fondi chiusi, di gestire anche fondi comuni aperti. La novità introdotta con l'approvazione del TUF risiede nel fatto che la SGR può gestire anche portafogli individuali, in concorrenza di SIM e banche. In capo alla SGR si costituisce così un patrimonio rilevante di competenze che consente l'applicazione di commissioni di gestione sempre più competitive ai singoli fondi gestiti. Nell'ambito dell'attività di gestione la SGR può istituire e gestire fondi comuni (aperti e chiusi); istituirli e affidarne la gestione, in tutto o in parte, ad altri intermediari; gestire, se delegata, fondi istituiti da altre SGR o comparti di essi; nell'ambito dei fondi chiusi gestiti direttamente, avvalersi della consulenza di altre società. Il TUF consente che il fondo sia gestito dalla SGR che lo ha istituito o da altra SGR e che dunque la SGR gestisca sia fondi di propria istituzione che fondi istituiti da altra SGR. Il collocamento, che consiste nell'offerta al pubblico o agli investitori qualificati di sottoscrizione delle quote del fondo, può essere effettuata direttamente dalla SGR che ha istituito il fondo o da quella che lo gestisce, oppure, tramite intermediari (SIM o banche).

Per quanto riguarda i requisiti patrimoniali richiesti alla SGR, si precisa che in primo luogo il capitale sociale minimo della SGR deve essere pari a 1 milione di euro per tutti i fondi chiusi. Inoltre se il fondo comune non è di tipo riservato (riservato ad una categoria di investitori) dal Provvedimento di Banca d'Italia emesso l'8 maggio 2012, la SGR deve sottoscrivere per prima il 2% delle quote del fondo stesso (se promotrice e gestore sono due SGR diverse 1% a testa).

La SGR ha azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo o dei fondi; essa deve assolvere il compito di gestire professionalmente e in modo trasparente il fondo comune, ricevendo, in corrispettivo, una commissione (*fee* SGR). Questa equivale ad una remunerazione fissa annuale che varia generalmente per fondi di medie dimensioni tra il 2% e 3% del capitale che i sottoscrittori si sono impegnati a versare per il periodo d'investimento (*capital*

*committed*). La SGR ha anche diritto a partecipare al risultato finale del fondo, cioè a percepire una remunerazione (*carried interest*, circa del 20% del *capital gain* del fondo) a titolo di commissione, commisurata al successo dell'operazione. Tale forma di guadagno variabile rappresenta un incentivo per i gestori alla selezione degli investimenti con la migliore redditività e determina un maggior livello di responsabilizzazione nell'attività di gestione (si veda Cappio, Fellingine e Vedana, 2006).

Tornando sul concetto introdotto dal legislatore dell'autonomia della gestione della SGR rispetto ai partecipanti, titolari delle quote del fondo<sup>19</sup> e, definita così la società che gestisce i patrimoni segregati dei fondi comuni d'investimento, si analizzano le principali teorie elaborate dalla dottrina.

Ardita e Gazzetta (2010) scrivono con riferimento all'individuazione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento (mobiliari o immobiliari). Il legislatore a partire dalla legge n. 77 del 1983, che per prima istituì i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e poi successivamente con altre disposizioni ha istituito i fondi chiusi e quelli di investimento immobiliare, non ha fornito indicazioni esplicite sul tema dell'autonomia e anche in dottrina le opinioni divergono. Richiamando il testo unico della finanza, che, oltre alla definizione di fondo comune d'investimento descritta in precedenza, all'art. 36 (*Fondi comuni di investimento*) cita: " 1. Il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o da altra società di gestione del risparmio. Quest'ultima può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società.

2. La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un fondo

---

<sup>19</sup>Gli investitori che sottoscrivono le quote del fondo non sono i proprietari del fondo, in quanto le quote non conferiscono i diritti proprietari e amministrativi tipici delle azioni. Fanno eccezione le SICAV che esercitano l'attività di gestione del risparmio adottando la forma di società per azioni e nelle quali, all'atto del conferimento del proprio risparmio, gli investitori assumono la qualifica di azionisti.

*comune di investimento è affidata a una banca depositaria.*

*3. Il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal regolamento del fondo. La Banca d'Italia, sentita la Consob, determina i criteri generali di redazione del regolamento del fondo e il suo contenuto minimo, a integrazione di quanto previsto dall'articolo 39.*

*4. Nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo.*

*5. La società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario.*

*6. Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.*

*7. La Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplina con regolamento le procedure di fusione tra fondi comuni di investimento.*

*8. Le quote di partecipazione ai fondi comuni, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, a scelta dell'investitore. La Banca d'Italia può stabilire in via generale, sentita la Consob, le caratteristiche dei certificati e il valore nominale unitario iniziale delle quote."*

L'autonomia del patrimonio del fondo è ribadita dal citato art. 36, comma 6 il quale specifica che sul "patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della SGR o nell'interesse della stessa" e la stessa SGR "non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti". Più

precisamente il rapporto che intercorre tra la SGR e gli investitori rientra nella disciplina del mandato: è lo stesso articolo 36, al comma 5 che specifica che “*la società promotrice e il gestore assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario*”.

La Cassazione, a supporto di tale considerazione, sottolinea come nel nostro ordinamento vi siano degli specifici casi in cui il patrimonio è diretto ad un particolare scopo ed è pertanto sottratto alla garanzia generica di cui all’art. 2740 c.c. “*Responsabilità patrimoniale*”; in tal senso si pensi agli artt. 2447 - bis e seguenti del codice civile e all’art. 3, comma 2 della legge n. 130 del 1999 in tema di cartolarizzazione dei crediti. In tal caso il patrimonio, pur facendo capo al soggetto da cui lo stesso promana, è distinto dal resto del suo patrimonio ed ogni attività negoziale o processuale posta in essere nell’interesse del patrimonio separato non può che essere espletata in nome del soggetto che dello stesso è titolare, ma con l’obbligo di imputarne gli effetti a quello specifico e ben distinto patrimonio.

La teoria della comunione<sup>20</sup>

La predetta teoria è stata formulata alla luce dei primi progetti legislativi elaborati in Italia e tenendo conto dell’art. 1 del decreto francese 57 - 1342 del 28 dicembre 1957. Secondo questa teoria i beni del fondo apparterebbero *pro quota* ai sottoscrittori che sarebbero, pertanto, comproprietari dei valori mobiliari che costituiscono il fondo in proporzione della somma dagli stessi conferiti e la SGR gestirebbe il fondo nel loro interesse. Questa soluzione, per giustificare l’esistenza di un patrimonio separato, attribuisce la proprietà del fondo non alla SGR bensì ai singoli sottoscrittori. Questo spiegherebbe il perché la società di gestione e la società promotrice assumono nei confronti degli investitori gli obblighi e la responsabilità del mandatario; se la proprietà del patrimonio è dei sottoscrittori, è loro facoltà stipulare il contratto di mandato con la società

---

<sup>20</sup> Si fa riferimento agli artt. 1100 e seguenti del Codice Civile – Bisceglie, 2007

affinché la stessa lo gestisca per loro conto. Tale teoria è ben distante dalla dottrina più recente e numerose sono, infatti, le critiche sollevate. Anzitutto diverso è lo scopo della comunione rispetto ai fondi comuni di investimento; la comunione si sostanzia in una situazione statica in cui più soggetti mettono in comune beni al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano a prescindere dall'esercizio di un'attività. Ancora, i soggetti nel rapporto di comunione, in quanto proprietari della cosa, hanno il diritto di disporre e amministrarla, di contro i sottoscrittori non sono titolari dei medesimi diritti e non possono nemmeno influire sull'attività svolta dalla SGR e ciò sarebbe in contrasto con l'art. 1105 c.c. "*Amministrazione*", il quale prevede che tutti i soggetti in comunione hanno il diritto di amministrare la cosa. Di converso, l'unico diritto che viene riconosciuto ai sottoscrittori consiste in un diritto di credito, ossia nel diritto al rimborso delle quote possedute. Possono inoltre rilevarsi anche altre incompatibilità rispetto alla comunione, sotto il particolare profilo dello scioglimento e del regolamento. Per quanto concerne lo scioglimento della comunione, ogni soggetto, salvo patto contrario comunque delimitato entro precisi limiti temporali, può ottenerne in ogni momento lo scioglimento (art. 1111 c.c. "*Scioglimento della comunione*"), mentre nei fondi comuni di investimento i sottoscrittori non possono né individualmente né collettivamente provocare lo scioglimento del fondo. Altra differenza è che il regolamento del fondo nelle SGR non è redatto dai sottoscrittori ed è sottoposto al controllo e alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob. Diversamente nella comunione il regolamento è formato dalla maggioranza dei soggetti.

La teoria della soggettività del Fondo<sup>21</sup>

La teoria della soggettività giuridica del fondo nasce dalla difficoltà da parte della dottrina tradizionale di individuare un soggetto giuridico a cui imputare la proprietà del patrimonio. Si è infatti rilevato che la normativa italiana, sebbene non abbia voluto riconoscere al fondo un'autonoma personalità

---

<sup>21</sup> Carfora, L., 2007. *Il contratto. Definizione*. Diritto civile e commerciale, 6 dicembre

giuridica, ha reso comunque lo stesso titolare di obbligazioni attive e passive che vengono in essere a seguito della sua gestione. E' parso logico ritenere dunque che il fondo comune di investimento abbia una propria soggettività giuridica, distinta da quella dei partecipanti che dalla SGR che lo ha istituito. La teoria in esame riconduce il fondo comune di investimento alla figura della fondazione non riconosciuta in quanto priva di personalità giuridica. Il richiamo dell'istituto della fondazione spiegherebbe la ragione per cui i sottoscrittori non possono esercitare alcuna ingerenza nell'amministrazione del patrimonio, nonché il motivo per cui la SGR è responsabile verso di essi secondo le regole del mandato. Come è noto, infatti, l'art. 18 c.c. "*Responsabilità degli amministratori*" prevede che gli amministratori siano responsabili verso l'ente secondo le regole del mandato. Inoltre, come per il fondo comune di investimento, prevale l'elemento patrimoniale in quanto la stessa è costituita per destinare allo scopo stabilito dal fondatore un complesso di beni. A prescindere dall'ampio dibattito esistente in dottrina circa l'ammissibilità delle fondazioni non riconosciute, anche tale teoria è soggetta a numerose critiche: i fondi comuni di investimento non dispongono di un'organizzazione autonoma che permetta agli stessi di amministrarsi autonomamente. Inoltre l'incongruenza sostanziale tra i due istituti deriva dalla considerazione per cui le fondazioni non hanno tra i loro scopi lo svolgimento di attività economiche e perseguono fini altruistici, mentre lo scopo esclusivo dei fondi comuni di investimento è proprio quello di esercitare un'attività economica di intermediazione finanziaria finalizzata alla produzione di un reddito nell'interesse dei sottoscrittori.

La teoria del patrimonio separato

La teoria del patrimonio separato nasce dal generale scontento della dottrina circa le teorie sopra illustrate, le quali non sono risultate in grado di fornire una spiegazione coerente a tutti i singoli aspetti che caratterizzano la disciplina dei fondi comuni di investimento. La teoria del patrimonio separato ha inoltre



l'espresso supporto del legislatore, quando afferma che *"circa il rilievo sulla natura giuridica del fondo, va rilevato che trattasi di un nuovo istituto, del quale l'autonomia patrimoniale costituisce caratteristica essenziale, come del resto affermato esplicitamente nel testo del provvedimento"*<sup>22</sup>. Ne consegue che la costituzione del fondo comune di investimento fa sorgere un patrimonio separato da quello della SGR e dei partecipanti, qualificato dallo scopo cui è destinato sul quale spetta alla SGR la titolarità di una situazione giuridica reale il cui contenuto presenta elementi propri della proprietà, ma che è caratterizzata da un vincolo finalistico che crea alla società l'obbligo di gestire il patrimonio nell'interesse dei partecipanti.

La Cassazione aderisce fortemente all'ultima delle teorie illustrate che riconduce i fondi comuni di investimento ai patrimoni separati e si basa anzitutto sulla nozione di autonomia; termine con il quale si intende il potere di un soggetto di autodeterminare – almeno parzialmente, ma in modo significativo – le proprie scelte e le linee guida del proprio agire. Potere di cui i fondi comuni di investimento sono del tutto privi.

Sotto questo aspetto non rileva l'insistenza del legislatore nel sottolineare l'autonomia del fondo, né che nel TUF si faccia riferimento espressamente al patrimonio "autonomo" laddove nella legislazione precedente si parlava solo di distinzione del patrimonio del fondo da quello della SGR. Nell'uso dei termini "autonomia", "distinzione" o "separazione", tutti impiegati con riferimento al fondo comune di investimento, il legislatore li ritiene equivalenti.

Se il comma 2 bis dell'art. 37 del TUF<sup>23</sup> contempla l'eventualità di deliberazioni

---

<sup>22</sup>Si veda a riguardo la relazione della 6° commissione permanente finanze e tesoro - Berlanda - sul disegno di legge n. 1609

<sup>23</sup>2-bis. Con il regolamento previsto dal comma 1, sono altresì individuate le materie sulle quali i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la società di gestione del risparmio. L'assemblea delibera in ogni caso sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione del risparmio anche su richiesta dei partecipanti che rappresentino almeno il 10 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50 per cento più una quota degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non potrà in ogni caso essere

dell'assemblea dei partecipanti destinate a vincolare in alcune materie la società di gestione, una tale previsione non basta a configurare un vero e proprio regime di autonomia.

Si deve notare, poi, che il più volte citato art. 36, comma 5, chiama il gestore a rispondere del proprio operato direttamente nei confronti dei partecipanti al fondo e non nei confronti del fondo medesimo, come sarebbe dovuto essere qualora il legislatore avesse voluto attribuire al fondo una soggettività sua propria.

Ciò che tuttavia rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune di investimento alla stregua di un soggetto autonomo di diritto è l'assenza di una struttura organizzativa minima come ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone. La più accorta dottrina non ha mancato di osservare che, difettando il fondo di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi e necessitando comunque dell'intervento della società di gestione, la sua configurazione come soggetto autonomo costituisce una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti.

In definitiva conclude la Cassazione *"atteso che l'ordinamento non sopporta l'esistenza di un patrimonio privo di titolare, la soluzione che meglio sembra rispondere alle esigenze sottese alla costituzione dei fondi comuni d'investimento e che trova più solidi agganci nella relativa disciplina resta quella che ravvisa nel fondo un patrimonio separato. La separazione, unitamente alle specifiche disposizioni cui s'è fatto cenno, garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono i proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo, lasciando però la titolarità formale di tali beni in capo alla società di gestione che lo ha istituito"*<sup>24</sup>.

Le norme introdotte dal legislatore relativamente ai patrimoni separati hanno

---

*inferiore al 30 per cento del valore di tutte le quote in circolazione. Le deliberazioni dell'assemblea sono trasmesse alla Banca d'Italia per l'approvazione. Esse si intendono approvate quando il diniego non sia stato adottato entro quattro mesi dalla trasmissione. All'assemblea dei partecipanti si applica, per quanto non disciplinato dalla presente disposizione e dal regolamento previsto dal comma 1, l'articolo 46, commi 2 e 3.*

<sup>24</sup>Cassazione, Sezione I, 15 luglio 2010 n. 16605

evidentemente natura eccezionale ponendosi come deroga alla garanzia generica di cui all'art. 2740 c.c. e richiedono, dunque, una espressa previsione che per i fondi comuni di investimento è per l'appunto contenuta nel TUF. Anche negli aspetti sostanziali, l'Agenzia delle Entrate ha precisato gli effetti dell'autonomia patrimoniale dei fondi e della SGR. In effetti, anche se l'unico soggetto dotato dei requisiti per rapportarsi con l'Amministrazione Finanziaria è la società di gestione, a quest'ultima viene imposto, in relazione a ciascuno dei fondi immobiliari istituiti, un rigoroso sistema di separazione contabile in conseguenza dell'indipendenza patrimoniale del patrimonio della SGR e dei singoli fondi. La SGR è tenuta a porre in essere tutti gli adempimenti ai fini IVA, separatamente per sé e per ciascun fondo gestito, istituendo autonomi registri, emettendo fatture con distinte serie di numerazione, distinte registrazioni delle operazioni e separate liquidazioni dell'imposta.

Il concetto di pluralità è un concetto non delineato specificatamente da nessuna legge. Per ricavarne una definizione applicabile al regime dei fondi comuni d'investimento è necessario ricorrere a varie fonti. L'Agenzia delle Entrate con la risoluzione n.137/E del 4 ottobre 2005, emessa in risposta ad un interpello, aveva precisato che la sussistenza del requisito di pluralità si può riscontrare anche in presenza di un solo sottoscrittore che rappresenti una pluralità di interessi così da poter raffigurare una gestione collettiva, come nel caso, ad esempio, delle forme di previdenza obbligatorie o complementari o degli stessi fondi comuni. La prassi del settore<sup>25</sup> considera il termine pluralità legato alla compagine societaria dei fondi comuni d'investimento, come un numero di sottoscrittori non inferiore a tre. Nel caso dei fondi comuni d'investimento si considera quindi rispettato il principio della "*pluralità di investitori*" in situazioni che vedono la concomitanza di almeno tre partecipanti, o di un solo partecipante, che come sopra descritto, rappresenti una pluralità di interessi.

Si riprende a riguardo la parte inserita nella "Consultazione pubblica svolta dal

---

<sup>25</sup>Si veda a riguardo la Circolare n.79 del 14 novembre 2005 di Assogestioni

Dipartimento del Tesoro su un nuovo schema di regolamento ai sensi dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), in attuazione dell'art. 32, comma 1, del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 ("Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica"), convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 2010, n. 122.". Si riportano nel seguito le testuali parole dello schema di regolamento inerenti il concetto di pluralità così come inteso dal ministero: "L'art. 3-bis: (i) definisce il requisito della pluralità dei partecipanti al fondo, individuando a tal fine, al primo comma, un indice di concentrazione massima delle partecipazioni, diretto a prevenire il rischio di un rispetto solo formale del suddetto requisito; (ii) stabilisce, al secondo comma, che per la verifica del suddetto indice di concentrazione la partecipazione al fondo può essere imputata ai "beneficiari effettivi" del risultato di gestione del medesimo (il c.d. metodo del *look through*), nel caso in cui la partecipazione sia detenuta direttamente, ovvero indirettamente per il tramite di un veicolo di investimento costituito in forma societaria, da uno o più organismi di investimento collettivo del risparmio, italiani o esteri; (iii) prevede, al terzo comma, che il requisito della pluralità è in ogni caso rispettato qualora una componente preponderante del fondo, pari almeno al cinquanta per cento, appartenga ai soggetti ivi elencati. Questi sono individuati tenendo in considerazione che gli stessi nella sostanza rappresentano, pur con peculiarità e varietà di forme, situazioni di gestione collettiva del risparmio altrui e sono caratterizzati da un numero di beneficiari effettivi così elevato da far considerare di per sé rispettato il suddetto indice di concentrazione e, dall'altro lato, rendere non praticabile l'applicazione del metodo del *look through*; (iv) dispone, al quarto comma, che, per i fondi destinati esclusivamente alla realizzazione di un interesse di carattere pubblico individuato da una legge statale o regionale, il requisito della pluralità è rispettato quando almeno il venti per cento delle quote del fondo sono detenute direttamente o indirettamente dai soggetti pubblici ivi elencati; (v) disciplina, ai commi quinto e sesto, le modalità di accertamento del requisito, imputando alla SGR il

compito di verificarne il rispetto, non solo al momento dell'entrata in vigore del DM ma anche nel continuo".

Nella precedente formulazione della norma, si richiedeva alle SGR di adeguare i Regolamenti di Gestione dei fondi a dette requisiti, deliberando l'eventuale liquidazione in caso di impossibilità di adeguamento o diniego dell'Assemblea dei partecipanti nel recepire le dette modifiche. In tali casi la SGR, nel termine di 30 giorni dalla pubblicazione del Decreto MEF, avrebbe dovuto limitarsi ad approvare le modifiche al Regolamento, modifiche che non sarebbero state soggette ad alcuna approvazione da parte della Banca d'Italia<sup>26</sup> purché conformi alle disposizioni del Decreto MEF stesso, o nello stesso lasso temporale deliberare la messa in liquidazione dei fondi. Anche dopo l'emanazione del D.L. 70/2011 rimane in vigore detta previsione, lasciando però ampio tempo ad SGR e sottoscrittori di deliberare, ossia entro il 31 dicembre 2011.

La creazione della pluralità di partecipanti però non è nella disponibilità della SGR, essendo le quote di titolarità dei partecipanti. Escludendo quindi che la SGR possa imporre ai partecipanti di trasferire le proprie quote in modo da creare la pluralità, l'unica delibera che appare nella disponibilità della SGR è quella di una nuova emissione di quote (ove tale emissione sia prevista dal Regolamento e stante la preventiva approvazione dell'Assemblea dei Partecipanti). Di conseguenza, dove non sia possibile procedere ad una nuova emissione o perché i partecipanti non approvino, o perché il Regolamento non lo preveda, o qualora la nuova emissione non consenta di costituire una pluralità conforme, la SGR non potrà che deliberare la messa in liquidazione, salvo che i partecipanti, su base discrezionale ed autonoma, non decidano di cedere parte delle loro quote per costituire una pluralità adeguata.

L'art. 32 del Dl. 78/2010 nulla dice in ordine ai profili di accertamento del requisito di pluralità dei partecipanti limitandosi ad imporre alla SGR la

---

<sup>26</sup>ANON., 2011. *Per i fondi immobiliari alternativi non sarà più necessario l'ok di Bankitalia*. Il Sole 24 Ore, 11 gennaio. Disponibile su: <http://www.casabigfinacial.it>

liquidazione in caso di mancato adeguamento e prevede altresì che i partecipanti debbano, sotto la loro responsabilità, fornire alla SGR le informazioni necessarie per la verifica (Schiavo, Maistrello e Nicodemi, 2011).

Come è noto, tale decreto ministeriale è stato abolito dall'introduzione del D.L. 70/2011, e la nuova dizione della norma non identifica più requisiti specifici relativi al termine pluralità, delineando come unico requisito per quei soggetti non ricompresi al comma 3, il vincolo di non possedere più del 5 per cento delle quote del fondo, sia singolarmente sia in aggregazione di parenti e affini entro il terzo grado, se presenti.

Delineate le due principali novazioni intervenute nella definizione di fondo comune di investimento e prima di proseguire con l'analisi dei successivi commi del D.L. 78/2010, si ritiene opportuno aprire una parentesi sugli interventi normativi che hanno delineato la tipologia oggetto di riforma, ossia il fondo comune d'investimento chiuso di tipo immobiliare. La riforma introdotta dal D.L. 78/2010 e le sue successive modificazioni hanno impattato in maniera significativa sulla struttura dei fondi comuni d'investimento, da un lato creando esplicite agevolazioni per alcune tipologie e dall'altro disincentivando l'investimento di alcune categorie di sottoscrittori.

Il TUF all'art. 37 prevede che sia compito del Ministero dell'Economia e della Finanza definire le ipotesi nelle quali una determinata tipologia di fondo possa operare e con quali meccanismi e modalità<sup>27</sup>. La società di gestione del risparmio crea e gestisce i fondi comuni d'investimento, che si possono suddividere in più categorie a seconda dei meccanismi attivati per la raccolta di capitali, delle regole di funzionamento del fondo e dell'oggetto tipico dell'investimento.

Le due macro categorie all'interno delle quali si struttura lo strumento

---

<sup>27</sup>Si vedano a riguardo nei successivi paragrafi anche le disposizioni introdotte dal D.lgs 228/1999 negli articoli da 1 a 12-bis

finanziario del fondo comune d'investimento sono costituite dai fondi captive e i fondi indipendenti, che sono relativi ai meccanismi attivati per la raccolta di capitali, ma che hanno anche conseguenze sull'aspetto sostanziale.

I fondi *captive* sono promossi e gestiti da una struttura che è emanazione diretta di istituzioni finanziarie o industriali; hanno come compagine societaria, in esclusiva o prevalente, la società capogruppo o altre imprese affiliate, non ricorrendo quindi direttamente al mercato dei capitali per la raccolta delle risorse finanziarie. Il gestore imposta la sua strategia sulla base delle esigenze del gruppo o dell'istituzione di cui è emanazione.

Caratteristiche completamente opposte hanno invece i fondi indipendenti, promossi e gestiti da società di gestione indipendenti: si propongono direttamente ad un target di investitori cui richiedono la sottoscrizione delle quote. In questo caso, il gestore attua una politica di raccolta e impiego in modo da rendere appetibile il proprio prodotto ai potenziali sottoscrittori e opera in condizioni di autonomia, accettando le regole e il giudizio del mercato.

Relativamente alle regole di funzionamento del fondo ci sono poi i fondi aperti, chiusi, riservati e speculativi che possono poi differire tra loro nell'oggetto dell'investimento (mobiliare o immobiliare).

I fondi comuni di investimento aperti attribuiscono ai partecipanti il diritto, in qualunque momento, di sottoscrizione delle quote e di richiesta del rimborso secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo. Inoltre, tra le caratteristiche del fondo non c'è obbligo di quotazione delle quote emesse dal fondo e non c'è il limite circa la durata dello stesso; la durata deve essere coerente con la natura degli investimenti e non superiore alla durata della SGR che lo ha proposto o istituito. Secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia, i fondi comuni di investimento aperti, possono investire il patrimonio raccolto in: strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati, in strumenti finanziari non quotati (nel limite del 10 del patrimonio) e in depositi bancari di denaro

che, per almeno il 50%, siano rimborsabili a vista o con preavviso inferiore a 15 giorni (se si tratta di depositi vincolati, tale vincolo di durata non può superare 12 mesi). Nell'ambito di detti fondi, si possono individuare due sottocategorie a seconda della possibilità di essere commercializzati in altri stati membri dell'Unione Europea: i fondi armonizzati e i fondi non armonizzati. I fondi armonizzati possono essere commercializzati nell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento. Possono investire in beni previsti dalle direttive comunitarie, esclusi i fondi chiusi speculativi e immobiliari, non possono investire più del 10% del patrimonio del fondo in strumenti finanziari non quotati e non possono assumere partecipazioni superiori al 10% in società quotate e superiori al 20% in non quotate. I fondi non armonizzati invece non sono commercializzabili in regime di mutuo riconoscimento e possono investire anche in fondi chiusi con la possibilità di investire almeno fino al 20% in fondi speculativi anche esteri.

I fondi comuni di investimento riservati sono fondi aperti o chiusi e la partecipazione è riservata ad investitori qualificati<sup>28</sup>. Nel regolamento del fondo riservato devono essere indicati i beni oggetto di investimento nonché le modalità di sottoscrizione e di rimborso delle quote e possono essere fissati limiti agli investimenti, diversi da quelli stabiliti in via generale dalle norme di contenimento e frazionamento del rischio. Sussiste però il divieto di collocare,

---

<sup>28</sup>Il regolamento di Banca d'Italia del 20 settembre 1999 ha previsto per la SGR la possibilità di istituire fondi riservati esclusivamente a "investitori qualificati", cioè a investitori professionali, le cui aspettative, in termini di rischio/rendimento atteso, corrispondono alle opportunità offerte dalla sottoscrizione di quote di fondi chiusi. Le categorie sono composte da:

- SIM, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazioni, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del TUB;
- soggetti esteri equivalenti;
- fondazioni bancarie;
- persone fisiche, società e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni di strumenti finanziari, espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante dell'ente



rimborsare o rivendere le quote a soggetti diversi da quelli previsti nel regolamento del fondo.

I fondi comuni di investimento garantito sono fondi che garantiscono la restituzione del capitale oppure il riconoscimento di un rendimento minimo mediante la stipula di apposite convenzioni con banche e imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio.

I fondi comuni di investimento di tipo chiuso riconoscono ai partecipanti il diritto al rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate (al termine di durata del fondo e durante la vita del fondo a fronte dello smobilizzo degli investimenti). Le quote devono essere sottoscritte entro 18 mesi dalla data di pubblicazione del prospetto informativo (in ipotesi di offerta al pubblico) o dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia (nel caso il fondo non sia quotato). I fondi chiusi possono investire in beni immobili, diritti reali immobiliari, crediti e titoli rappresentativi di crediti, in strumenti finanziari non quotati (diversi dagli OICR aperti) in misura superiore al 10% del patrimonio, in altri beni diversi dagli strumenti finanziari e dai depositi bancari, per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con periodicità almeno semestrale. Nel caso in cui il patrimonio del fondo sia stato sottoscritto in misura inferiore, nel rispetto del limite minimo stabilito dal regolamento dello stesso o che la sottoscrizione risulti superiore all'offerta, si potrà procedere, previa comunicazione all'autorità di vigilanza, al ridimensionamento o all'aumento del patrimonio del fondo. I fondi comuni di investimento chiusi possono assumere partecipazioni, anche fino al 100% della loro capacità d'investimento, in società non quotate e possono investire in OICR aperti, chiusi o speculativi. Hanno una durata massima pari a 30 anni, salvo il "periodo di grazia" di 3 anni concesso dalla Banca d'Italia, necessario per la liquidazione degli investimenti. Il fondo chiuso rappresenta inoltre uno strumento di mercato, gestito in modo indipendente nel

rispetto del principio di diversificazione del portafoglio e alla ricerca della migliore combinazione di rischio/rendimento. Il fondo chiuso, perciò, è uno strumento d'investimento adatto alle esigenze degli investitori istituzionali (prevalentemente assicurazioni, banche e fondi pensione) che diversificano il loro portafoglio puntando su un investimento finale in tale attività che abbia un elevato profilo rischio/rendimento (Busani e Tomassini, 2011).

Il TUF all'art. 37, come già accennato, prevede che sia il Ministero dell'Economia e della Finanza a definire le ipotesi nelle quali deve adottarsi la forma del fondo chiuso; difatti il decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 prevede, all'art. 12<sup>29</sup> che siano obbligatoriamente istituiti in forma chiusa i fondi che investono in: (i) beni immobili o diritti reali immobiliari; (ii) crediti e titoli rappresentativi di crediti; (iii) strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti in misura superiore al 10% del patrimonio; (iv) altri beni, diversi dagli strumenti finanziari e dai depositi bancari, per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Le quote di fondi chiusi sono un'attività finanziaria destinata ad un pubblico di sottoscrittori sofisticati, disposti ad assumersi un rischio elevato, a fronte dell'attesa di elevati rendimenti in termini di capital gain. Le caratteristiche degli investimenti effettuati dal fondo chiuso infatti sono: l'acquisizione di immobili o di quote di società o altri fondi, cioè investimenti liquidabili solo al termine della fase di disinvestimento e quindi nel medio-lungo periodo, e l'ammontare minimo di sottoscrizione, in genere elevato, che implica un investimento rivolto a soggetti istituzionali privati che dispongo di ingenti mezzi da vincolare per un lungo periodo (Di Tanno, 2010). Coerentemente con

---

<sup>29</sup> Art.12 (Fondi chiusi)

1. Sono istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, nei beni indicati dall'articolo 4, comma 2, lettere d), e), e f), nonché nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 10%.

questi aspetti, nella realtà internazionale esistono fondi chiusi riservati ad investitori istituzionali, quali imprese, istituti di credito, fondi pensione, che rappresentano un pubblico selezionato rispetto alla platea di potenziali sottoscrittori. Si tratta di soggetti che da un lato sono dotati una particolare competenza in materia di investimenti immobiliari e, dall'altro, godono di una notevole solidità patrimoniale che consente loro di compensare, attraverso la diversificazione, la rischiosità dell'investimento. L'ambito del fondo chiuso riservato permette anche al gestore di attuare politiche di investimento più coraggiose, sapendo di poter contare su un capitale stabile e paziente dal lato della raccolta e di non pregiudicare la attese in termini di rischio, rendimento e liquidità. Nell'ambito della delicata fase della raccolta di capitali si precisa che il collocamento delle quote può avvenire tramite trattativa privata con l'investitore interessato all'iniziativa (*private placement*) o mediante offerta al pubblico, anche tramite intermediari. Per i fondi riservati ad investitori qualificati si introduce la possibilità che, una volta sottoscritte le quote, l'effettivo versamento di quanto dovuto da parte del sottoscrittore possa avvenire a richiesta della SGR in occasione degli effettivi investimenti che il fondo delibera. In precedenza il fondo era obbligato a gestire ingenti somme di liquidità rischiando di abbattere in modo consistente i ritorni per gli investitori (Cappio, Feline e Vedana, 2006).

Il fondo immobiliare si configura tecnicamente come un organismo di investimento collettivo del risparmio privo di personalità giuridica, dedicato in via esclusiva al settore immobiliare, necessariamente rientrante nella categoria dei fondi comuni di investimento di tipo chiuso<sup>30</sup>.

I fondi comuni d'investimento immobiliare sono stati istituiti e disciplinati per la prima volta dalla legge del 25 gennaio 1994, n. 86, che fece seguito alle precedenti leggi del 23 marzo 1983, n. 77 sui fondi mobiliari aperti, e 14 agosto

---

<sup>30</sup> Art.12-bis (*Fondi immobiliari*)

1. *I fondi immobiliari sono istituiti in forma chiusa*

1993, n. 344, sui fondi mobiliari chiusi, completando il quadro della gestione collettiva del risparmio attuata mediante lo strumento del fondo comune.

La legge caratterizza lo strumento come un mezzo che consente all'investitore di partecipare ai risultati economici di iniziative in campo immobiliare, investendo somme di denaro relativamente contenute, rispetto all'investimento immobiliare complessivo. Inoltre, l'investitore beneficia anche dei vantaggi di una gestione professionale di patrimoni in monte e della diversificazione del rischio. Con la legge istitutiva dello strumento, è nata quindi la "prima categoria" di fondi, dedicata principalmente alla diffusione al pubblico. Infatti i fondi immobiliari nascono su richiesta e pressione delle reti di collocamento delle banche, interessate ad ampliare il numero di prodotti finanziari disponibili per la clientela. Da ciò deriva anche la considerazione che, data la pressione delle banche per l'introduzione di questo strumento, l'impianto regolamentare iniziale è risultato fortemente influenzato ed incentrato sul sistema creditizio. Per questo, l'inquadramento normativo iniziale dei fondi immobiliari è stato sostanzialmente fondato sulla regolamentazione prevista per ogni altro strumento di gestione del risparmio, con pochi adattamenti specifici e un'impostazione fortemente prudentiale. Una scelta sicuramente giustificata dal fatto che il fondo immobiliare, sia pure con caratteristiche peculiari, rappresenta comunque un prodotto di risparmio gestito e che una SGR immobiliare è prima di tutto un intermediario che gestisce il risparmio di terzi (Cappio, Felling e Vedana, 2006).

Il secondo passo legislativo, che ha caratterizzato l'impianto normativo dello strumento, è individuabile nell'emanazione del D.Lgs 58/1998 definito Testo Unico della Finanza (TUF). Il TUF, peraltro, si limitava a fissare una disciplina generale del fondo comune di investimento, inteso come "patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte", eliminando la distinzione fra fondi immobiliari e mobiliari. Infatti, a livello di normativa primaria, veniva solamente prevista una distinzione fra fondi aperti e fondi chiusi.

L'impianto normativo previgente al TUF si caratterizzava per alcuni elementi di rigidità, i quali scaturivano dalla fissazione di quali dovevano essere le caratteristiche fondamentali di ciascun fondo, relative ad esempio all'oggetto dell'investimento, ai limiti e ai divieti operativi e allo schema di funzionamento del fondo. Tale rigida predeterminazione normativa costituiva un significativo ostacolo al processo di adeguamento dei prodotti del risparmio gestito alle innovazioni dei mercati finanziari.

Il TUF adotta al contrario un approccio maggiormente improntato alla delegificazione e deregolamentazione in attuazione dei principi contenuti nelle direttive comunitarie oggetto di recepimento<sup>31</sup>. Il TUF detta negli art. 33-42: (i) le attività esercitabili dalla SGR; (ii) le condizioni generali di accesso all'attività di gestione del risparmio; (iii) l'istituzione presso Banca d'Italia dell'Albo delle SGR; (iv) il procedimento di autorizzazione e la struttura dei fondi comuni d'investimento; (v) i compiti della banca depositaria; (vi) i compiti dell'assemblea dei sottoscrittori/partecipanti; (vii) il contenuto minimo del regolamento dei fondi comuni d'investimento; (viii) le regole di comportamento cui devono attenersi le SGR nell'esercizio del diritto di voto degli strumenti finanziari nei quali è stato investito il patrimonio del fondo; (ix) l'operatività all'estero delle SGR italiane; (x) l'offerta in Italia dei fondi comuni d'investimento istituiti e/o gestiti da SGR estere.

Sarà compito poi della regolamentazione di secondo livello degli istituti di vigilanza, emanare direttive atte a disciplinare gli aspetti più specificatamente operativi e organizzativi degli intermediari e di fissare principi, criteri e procedure cui improntare i controlli. In esecuzione della sopra citata delega il Ministero del Tesoro ha emanato il DM 24/5/99 n. 228, la Banca d'Italia il regolamento 1/7/98 e successivi fino al più recente dell'8 maggio 2012 e, congiuntamente con la CONSOB, il regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari del 29 ottobre 2007. Con la detta riforma ed in

---

<sup>31</sup>Il legislatore, con la legge n. 52 del 6 febbraio 1996, agli articoli 8 e 21 delegava il governo ad emanare, entro due anni, un testo unico di coordinamento della normativa in materia di intermediazione finanziaria, su indicazione delle disposizioni comunitarie emanate nel 1994

particolare con il DM n. 228, la scelta del legislatore è stata quella di rafforzare la caratteristica di “chiusura” del fondo. Nel dettaglio, la norma si limitava a statuire l’obbligo di istituire in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio fosse investito per oltre il 10% in beni immobili e diritti reali immobiliari.

In pratica i fondi investiti in beni intrinsecamente non frazionabili e poco liquidi dovevano essere ricondotti al tipo chiuso, modalità basata sul riconoscimento ai partecipanti al fondo del diritto di rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate, in modo che, durante tutta la durata del fondo, la disponibilità di risorse finanziarie per investimenti in immobili fosse assicurata dalla non possibilità di liquidazione delle quote. Inoltre, con riferimento alla fase di fund raising del fondo, la normativa prevedeva l’obbligo che fosse effettuata mediante un’unica emissione di quote. La chiusura del fondo veniva cioè interpretata nella sua versione più rigida: l’investitore poteva sottoscrivere il fondo esclusivamente a fronte di un’unica iniziale emissione di quote e, per contro, ottenerne il rimborso solo alle scadenze prestabilite nel regolamento o in sede di liquidazione. La normativa, dunque, non soltanto escludeva la possibilità di riscattare le quote prima della scadenza statutaria, ma escludeva anche la possibilità, per i gestori, di incrementare il fondo attraverso l’emissione di nuove quote, precludendo l’opportunità di cogliere le opportunità del ciclo immobiliare. D’altra parte, in caso di necessità di liquidità da parte del sottoscrittore del fondo, le quote potevano essere scambiate a seguito della negoziazione su un mercato secondario; inoltre, per facilitare ulteriormente lo smobilizzo delle quote, è stata successivamente prevista l’obbligatorietà della richiesta di quotazione in Borsa delle quote del fondo, nel caso in cui l’ammontare minimo della sottoscrizione fosse inferiore alla soglia di 25.000 euro e il fondo fosse indirizzato al pubblico risparmio.

A seguito della riforma, dunque, si affaccia sul mercato una “seconda categoria” di fondi immobiliari. Alla categoria dei fondi diffusi sul pubblico (retail), infatti, si affiancano i primi fondi riservati. Si tratta di fondi focalizzati sugli investitori istituzionali, che seguono principalmente la normativa sui

fondi chiusi. In particolare, nel DM n. 47, pubblicato in GU n. 70 del 25 marzo 2003, si modifica il precedente regolamento del decreto del Ministero del Tesoro n. 228/99, attuando le modifiche, delegate dal TUF ed introdotte per questi strumenti d'investimento dalla Legge 410/01. Alla luce di tali disposizioni normative, il fondo comune di investimento immobiliare risulta essere un prodotto autonomo, più flessibile, reso peculiare rispetto agli altri settori della gestione collettiva del risparmio. Secondo queste innovazioni normative, il fondo immobiliare, quindi, non è più genericamente caratterizzato alla stregua di un fondo chiuso il cui patrimonio è investito per oltre il 10% in beni immobili e diritti reali immobiliari, ma come una fattispecie particolare, dotata di peculiari norme, limiti e regole (Cappio, Feline e Vedana, 2006).

Nel dettaglio, la normativa sui fondi comuni di investimento è esplicitata nell'art. 12-bis del DM n. 228/99 (come modificato dal DM n.180/00 e dal DM n.47/03). Tale articolo dà la definizione dello specifico oggetto di investimento del fondo immobiliare; nello specifico il comma 2 cita: *"2. Il patrimonio dei fondi immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del Testo unico, è investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. Detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività"*. I fondi immobiliari devono quindi investire esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società di capitali che svolgono attività di costruzione, valorizzazione e gestione di immobili (le c.d. società immobiliari). L'investimento nelle attività suddette deve avvenire in misura non inferiore ai 2/3 del valore complessivo del fondo. Tale misura è

ridotta ad almeno il 51%, qualora non meno del 20% del patrimonio sia investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione (aventi come sottostante beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare). Il legislatore è stato spinto dalla volontà di definire in modo specifico, tanto la tipologia di investimenti che il fondo immobiliare potrà fare, quanto il limite quantitativo minimo obbligatorio per poter assumere la qualifica di fondo immobiliare. Rispetto alla normativa precedente il passaggio è netto poiché, in passato, un fondo era qualificato come immobiliare – o meglio chiuso – ex post, cioè nel caso avesse in portafoglio almeno il 10% del valore del patrimonio costituito da beni immobili o diritti reali immobiliari. Ora invece, qualificato un fondo come immobiliare, esso dovrà attenersi ai limiti di investimento sopra specificati.

Nella fattispecie del fondo immobiliare si identifica poi la possibilità di operazioni in conflitto di interessi, sia in fase costitutiva che successivamente. È prevista in quest'ambito infatti la possibilità di effettuare conferimenti di beni al fondo anche da parte dei soci della SGR o da società facenti parte del gruppo cui la stessa appartiene, oppure la possibilità di effettuare la cessione dei beni del fondo verso tali soggetti. In particolare, tali operazioni devono sottostare a certe clausole, tra cui: i) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10% del valore del fondo, ii) il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40% del valore del fondo; iii) il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60% del valore del fondo. In secondo luogo, i beni acquisiti o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi determinati requisiti. In terzo luogo, le quote sottoscritte a fronte di conferimento devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30% del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento,



secondo modalità da definire nel regolamento di ciascun fondo. Infine, ogni operazione in conflitto di interesse deve essere illustrata da delibera del consiglio di amministrazione della SGR, con indicazione dell'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione. Con la determinazione di limiti alle suddette operazioni – singolarmente e nel loro complesso – effettuate con soggetti correlati, quali amministratori o sindaci, il legislatore ha di fatto inteso prevenire utilizzi strumentali del fondo immobiliare per realizzare operazioni di acquisto in blocco di attività del fondo da parte dei soci della SGR o delle società facenti parti del gruppo, o operazioni di mero smobilizzo di attività ad opera degli stessi.

L'ultima importante introduzione per i fondi immobiliari è la possibilità di far ricorso alla leva finanziaria fino ad un ammontare del 60% del valore degli immobili, dei diritti reali, delle partecipazioni in società immobiliari e del 20% del valore degli altri beni, come indicato dal Titolo V, Capitolo III, Sezione V, Art. 6.2.1. del Regolamento Banca d'Italia emesso con Provvedimento dell'8 maggio 2012<sup>32</sup>. Il capitale di debito raccolto può essere utilizzato per effettuare operazioni di valorizzazione di beni (compresi i cambiamenti di destinazione d'uso ed il frazionamento degli immobili) in cui il fondo ha investito. Il problema del ricorso alla leva finanziaria ha da sempre costituito un vincolo per lo sviluppo del comparto dei fondi immobiliari in Italia, essendo limitato al 30% del valore del fondo.

In tale contesto si inseriscono i fondi comuni di investimento “speculativi” (Iacobelli, 2009). Sono fondi il cui patrimonio è investito anche in beni diversi

---

<sup>32</sup>Titolo V, Capitolo III, Sezione V, Art. 6.2.1. del Regolamento Banca d'Italia

6.2.1 Fondi immobiliari

*Gli OICR possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite massimo del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento del valore degli altri beni. Entro tale limite complessivo, i fondi immobiliari possono assumere prestiti, fino al limite del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo, per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote.*

da quelli previsti dal D.M. n. 228/1999 e con modalità che risultano in deroga alle norme prudenziali e di contenimento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia. In particolare, i fondi speculativi non sono sottoposti a predefiniti vincoli in materia di oggetto dell'investimento e soprattutto il livello di ricorso all'indebitamento bancario non è sottoposto ad alcuna specifica limitazione. I fondi speculativi non possono avere più di 200 partecipanti, devono prevedere una sottoscrizione minima iniziale non inferiore a 1 milione di euro, l'importo minimo della quota iniziale deve essere pari a 500.000 euro, le SGR che li gestiscono devono avere oggetto sociale esclusivo e non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento<sup>33</sup>, ma a parte tali punti di inquadramento generale costituiscono un ottimo strumento di investimento ad alto rischio.

L'entrata in vigore del D.L. n. 351 del 25/09/2001, convertito in legge n. 410 del 23/11/2001, a cui si farà più esplicito riferimento nel seguito per le importanti novazioni in tema fiscale, e del D.M. n. 47 del 31/01/2003, hanno modificato il D.M. n. 228 del 24/05/1999, introducendo una serie di novità fondamentali per apprendere il corretto funzionamento di un fondo d'investimento. I citati decreti hanno disposto la possibilità per i fondi chiusi di attuare una sottoscrizione di prima emissione: ove il regolamento del fondo lo preveda, i soggetti interessati alla partecipazione ad un fondo immobiliare possono sottoscrivere le quote relative alla prima emissione non solo in fase di costituzione, ma anche nella fase successiva alla costituzione del fondo ed entro il termine massimo di 18 mesi dalla data di pubblicazione del prospetto informativo (in ipotesi di offerta al pubblico) o dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia (nel caso in cui il fondo non sia portato in quotazione). Inoltre hanno introdotto le sottoscrizioni di emissioni successive, nelle quali il patrimonio del fondo può essere raccolto anche mediante più emissioni successive alla prima, secondo le modalità stabilite dal

---

<sup>33</sup>non possono quindi essere oggetto di qualsiasi tipo di offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale rivolti al pubblico e finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari

regolamento, di quote di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte anch'esse entro il termine massimo di 18 mesi dalla data di pubblicazione del prospetto informativo (in ipotesi di offerta al pubblico) o dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia (nel caso in cui il fondo non sia portato in quotazione). In tale contesto sono stati istituiti i fondi "semiaperti" o "semichiusi" o "flessibili", cioè quei fondi per i quali il regolamento prevede la possibilità di effettuare emissioni successive alla prima e la possibilità di ottenere i rimborsi anticipati, proprio in coincidenza con le nuove emissioni. Infine, sempre in base ad esplicite previsioni regolamentari, è stata permessa la sottoscrizione delle quote (sia in fase di costituzione ma anche in fase successiva), mediante conferimenti di beni immobili e di diritti reali immobiliari, istituendo così la modalità di sottoscrizione al fondo tramite apporto anche nei fondi immobiliari non pubblici. Se la sottoscrizione avviene esclusivamente mediante conferimenti, si parla di fondo ad apporto (pubblico o privato a seconda della natura del conferente); se la sottoscrizione avviene sia in denaro che mediante conferimenti, si parla di fondo immobiliare misto.

I fondi immobiliari ad apporto pubblico sono stati inizialmente disciplinati dalla Legge n. 86 del 25 gennaio 1994 e prevedono l'apporto di beni immobili o di diritti reali immobiliari. Sono considerati tali se costituiti mediante conferimenti effettuati per almeno il 51% del valore del fondo da: Stato, enti previdenziali pubblici, Regioni, enti locali, consorzi oppure società interamente possedute dai soggetti appena elencati. È previsto che ai fondi ad apporto pubblico (le cui quote possono essere sottoscritte entro un anno dalla data della loro costituzione) possano partecipare anche i soggetti privati, purché il valore del loro apporto sia comunque contenuto entro il limite del 49% del valore complessivo del patrimonio del fondo. Tale strumento è stato impiegato per realizzare operazioni ad apporto al fine di scorporare, cartolarizzare in quote e collocare immobili a prezzi più alti di quelli di mercato. In particolare, il 2001, è stato caratterizzato dall'ampio processo di privatizzazione del patrimonio

immobiliare pubblico (Marchesano, 2012), regolamentato dal più volte citato decreto legge 25 settembre 2001, n.351. Con tale atto, il legislatore ha manifestato la volontà di razionalizzare il patrimonio immobiliare pubblico. In particolare, gli obiettivi perseguiti hanno riguardato il miglioramento della gestione, la riduzione dell'indebitamento della pubblica amministrazione, la cessione dei beni non essenziali e l'accelerazione del processo di privatizzazione degli immobili. E' auspicabile infatti che gli enti pubblici possano, attraverso il ricorso a tale istituto, attuare progetti di sviluppo e valorizzazione del territorio, di realizzazione di opere infrastrutturali o di sostegno sociale. I contratti di locazione, generando un flusso di cassa annuo permettono di coprire le spese di gestione dell'immobile, quelle per la gestione del fondo e garantiscono agli investitori il ritorno sul capitale investito, garantendo, al termine della vita del fondo, il ritorno degli immobili alla piena proprietà ai possessori originari (Camozzi e Bonisconi, 2006).

L'entrata in vigore del D.L. n. 351 del 25/09/2001 sancisce una sostanziale innovazione nel campo dei fondi immobiliari: oltre ai fondi ad apporto previsti esclusivamente per conferimenti di beni pubblici da parte di soggetti pubblici, vengono introdotti i fondi immobiliari ad apporto privato che prevedono la sottoscrizione tramite apporto da parte dell'investitore privato. Precedentemente, le operazioni di apporto, evidentemente considerate come potenzialmente lesive dei diritti dei partecipanti al fondo, erano unicamente ammesse nell'ambito di iniziative dei già citati fondi ad apporto pubblico. Naturalmente, alla luce di questa novità, il ruolo, l'indipendenza e la correttezza delle stime assumono una rilevante importanza, infatti è stata introdotta l'obbligatorietà di stima in caso di sottoscrizione di quote tramite il conferimento dei beni. Tale previsione comporta la redazione da parte di esperti indipendenti di apposita relazione di stima<sup>34</sup> e la valutazione da parte di

---

<sup>34</sup>in data non anteriore a 30 giorni dalla stipula dell'atto, se non si tratta di beni negoziati su mercati regolamentati. Il valore derivante dalla relazione non deve essere inferiore al valore

un intermediario finanziario volta ad accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di investimento svolta dal fondo stesso.

Definiti in tal modo tutti gli aspetti, le tipologie e i vincoli dei fondi comuni d'investimento e, nello specifico dei fondi chiusi immobiliari, si può mettere meglio in evidenza che il legislatore, con l'introduzione del D.L. 78/2010, non ha abolito alcuna tipologia di fondi, né ne ha limitato le capacità d'investimento o ricorso al debito. Ha invece delimitato, con un inasprimento del regime fiscale, l'accesso allo strumento finanziario del fondo comune ad alcune tipologie di sottoscrittori, escludendo tali categorie da investimenti a carattere elusivo.

Risulta quindi di estrema importanza dare evidenza della modifica apportata al comma 3, dell'art. 32 del D.L. 78/2010 dal D.L. 70/2011, perché individua espressamente gli investitori istituzionali<sup>35</sup>, mentre qualifica come investitori "non istituzionali" i partecipanti al fondo diversi dagli investitori indicati al citato comma 3 dell'art. 32. Gli investitori individuati dal legislatore nel citato comma sono: *"(a) lo Stato italiano e gli enti pubblici italiani; (b) gli organismi d'investimento collettivi del risparmio; (c) le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria; (d) le imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche; (e) gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale; (f) i soggetti e i patrimoni*

---

delle quote emesse a fronte dei conferimenti. (ex art. 17 del D.M. 228/1999 e Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, art. 4 del Regolamento della Banca d'Italia emesso con Provvedimento dell'8 maggio 2012)

<sup>35</sup>Il comma 3 dell'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n.78, convertito con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n.122, nel testo da ultimo modificato dall'art. 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n.70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n.106, prevede che le disposizioni riguardanti il regime di tassazione del fondo immobiliare in materia di imposizione diretta, di IVA e di imposte indirette, rispettivamente contenute negli art. 6, 8 e 9 del decreto legge 25 settembre 2001, n.351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, si applicano in ogni caso ai fondi che sono partecipati esclusivamente da uno o più dei soggetti elencati nel medesimo comma 3 dell'art. 32 del decreto legge n.78 del 2010

*indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in paesi o territori che consentano uno scambio di informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione e sempreché siano indicati nel decreto ministeriale del 4 settembre 1996 e successive modifiche o integrazioni, c.d. Paesi white list; (g) gli enti privati residenti in Italia che perseguono esclusivamente le finalità indicate nell'art. 1, comma 1, lettera c-bis) del D.lgs del 17 maggio 1999, n. 153<sup>36</sup>, nonché le società residenti in Italia che perseguono esclusivamente finalità mutualistiche<sup>37</sup> (più in generale gli enti no profit); (h) i veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati alle precedenti lettere.”*

L'Agenzia delle Entrate, con il provvedimento del 16 dicembre 2011 sulle modalità di attuazione delle disposizioni contenute nel D.L. 70/2011, ha sottolineato come il legislatore abbia individuato i soggetti descritti e c.d. investitori istituzionali tenendo in considerazione non soltanto gli intermediari e gli operatori finanziari assoggettati a forme di vigilanza, ma anche i soggetti rientranti tra quelli che prestano, come controparti e/o gestori, ad operazioni di raccolta e impiego del risparmio tra un pubblico diffuso. Rientrano tra gli investitori istituzionali di cui alla lettera b) del citato comma 3, gli organismi d'investimento collettivo del risparmio; tale definizione comprende i fondi comuni d'investimento mobiliare aperti, le società d'investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi comuni d'investimento chiusi (mobiliari e immobiliari) e i fondi lussemburghesi storici autorizzati al collocamento in Italia. Rientrano tra gli investitori istituzionali esteri di cui alla lettera f) del

---

<sup>36</sup> Art.1, comma 1, lettera c-bis) “Settori ammessi”:

- 1) Famiglia e Valori connessi; crescita e formazione giovanile; educazione, istruzione e formazione, incluso l'acquisto di prodotti editoriali per la scuola; volontariato, filantropia e beneficenza; religione e sviluppo spirituale; assistenza agli anziani; diritti civili;
- 2) prevenzione della criminalità e sicurezza pubblica; sicurezza alimentare e agricoltura di qualità; sviluppo locale ed edilizia popolare locale; protezione dei consumatori; protezione civile; salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa; attività sportiva; prevenzione e recupero delle tossicodipendenze; patologie e disturbi psichici e mentali;
- 3) ricerca scientifica e tecnologica; protezione e qualità ambientale;
- 4) arte, attività e beni culturali;
- 5) la realizzazione di lavori pubblici o di pubblica utilità.

<sup>37</sup> Ex art. 2511 e seguenti del Codice Civile

citato comma 3 gli Stati e gli enti pubblici esteri, nonché gli altri soggetti corrispondenti a quelli italiani indicati nelle lettere b), c), d) ed e), assoggettati a forme di vigilanza prudenziale. Tale requisito sussiste nelle ipotesi in cui l'avvio dell'attività stessa sia sottoposto in via continuativa a controlli obbligatori sulla base di disposizioni normative vigenti nello Stato estero di residenza. La vigilanza prudenziale deve essere verificata, tramite attestazione del soggetto, con riferimento all'investitore ovvero al soggetto incaricato della gestione dello stesso.

L'importanza di tale comma 3 è rappresentata dal primo periodo del citato comma 3: *“Le disposizioni degli articoli 6, 8 e 9 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, trovano applicazione, in ogni caso, per i fondi partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti partecipanti: [...]”*. Il carattere speciale del decreto in oggetto è quello di indirizzare le politiche di investimento di taluni soggetti ed è proprio in quest'ambito in cui si delineano gli investitori prescelti dal legislatore. Per quest'ultimi vige il precedente decreto inerente la materia fiscali, senza apportarne modifiche invasive. Ai sottoscrittori non istituzionali non è precluso l'accesso al fondo comune, ma ne vengono fortemente limitati i benefici, introducendo una serie di imposizioni fiscali nel caso di investimento oltre la soglia del 5% delle quote dello stesso fondo.

I commi 3-bis e 4 dell'art. 32 D.L. 78/2010 hanno introdotto nei confronti degli investitori non istituzionali che detengono una quota di partecipazione al fondo immobiliare superiore al 5%, l'applicazione di un regime di tassazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo ovvero l'applicazione, in ogni caso, della ritenuta a titolo d'imposta del 20% al momento della loro corresponsione, qualora si tratti di investitori non residenti. Con riguardo alla tassazione dei redditi diversi di natura finanziaria conseguiti dai predetti investitori in caso di cessione delle quote, si fa riferimento al successivo capitolo quarto, inerenti gli aspetti fiscali introdotti dalla riforma del D.L. 78/2010.

Come già evidenziato, l'articolo 32, comma 2, del decreto legge n. 78 del 2010 attribuiva al Ministro dell'economia e delle finanze il compito di emanare, ai sensi dell'articolo 37 del TUF, le relative disposizioni di attuazione. Tale provvedimento di attuazione però non è stato emanato in quanto il citato comma dell'articolo 32 è stato abrogato dall'articolo 8, comma 9, lettera a), del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70 che ha previsto una nuova regolamentazione dei fondi immobiliari attraverso una ulteriore modifica dello stesso articolo 32.

Pertanto, tenuto conto che l'applicazione delle disposizioni di cui al citato articolo 32, nella formulazione in vigore fino al 13 maggio 2011, erano subordinate all'emanazione del suddetto decreto ministeriale, esse sono rimaste inapplicabili.



## CAPITOLO 2 - RATIO DELLA NORMA E CONTESTO ECONOMICO DI RIFERIMENTO

Il legislatore ha introdotto con il D.L. 78/2010, al fine di contrastare la costituzione dei c.d. “fondi veicolo”, ossia i fondi immobiliari istituiti al solo scopo di beneficiare del regime fiscale agevolato, l'art. 32 contenente disposizioni volte ad arginare il fenomeno dei fondi immobiliari caratterizzati da un numero ristretto di partecipanti costituiti con il fine di usufruire del regime fiscale di favore previsto per tali fondi. Tale agevolazione consiste nell'esenzione del fondo immobiliare dalle imposte sui redditi e dall'IRAP, in luogo dell'applicazione del regime ordinario di tassazione previsto per i redditi fondiari, che si applicherebbe qualora gli immobili fossero detenuti direttamente dai partecipanti.

In passato il legislatore aveva già previsto una disciplina speciale per alcune tipologie di fondi immobiliari applicando ai fondi cosiddetti “familiari” e a quelli a ristretta base partecipativa il regime speciale di cui all'articolo 82, commi da 17 a 22, del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133. Tale regime prevedeva per i suddetti fondi l'applicazione di un'imposta patrimoniale dell'1 per cento del valore netto del patrimonio del fondo, che si aggiungeva alla ritenuta alla fonte pari al 20 per cento sui proventi distribuiti ai partecipanti, e l'applicazione nella misura del 20 per cento - anziché della misura all'epoca vigente del 12,50 per cento - dell'imposta sostitutiva sui redditi diversi di natura finanziaria realizzati in sede di cessione delle quote di partecipazione nei predetti fondi immobiliari.

Tuttavia, le numerose condizioni e limitazioni dell'ambito applicativo della norma hanno costituito un impedimento al raggiungimento degli obiettivi che si era posto il legislatore. Essa, infatti, si rendeva applicabile ai soli fondi per i quali non è prevista la quotazione dei certificati in un mercato regolamentato e dotati di un patrimonio inferiore a 400 milioni di euro.

Il legislatore, con l'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 2010, oltre ad aver disposto l'abrogazione della disciplina fiscale appena descritta, ha stabilito al comma 1, lettera a) che il regime fiscale proprio dei fondi immobiliari e mobiliari può rendersi applicabile esclusivamente a quei fondi che rispettino i requisiti civilistici (anch'essi modificati e resi più espliciti dalla stessa norma) contenuti nell'articolo 1, comma 1, lettera j), del testo unico di finanza approvato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, modificando, come già ampiamente descritto nel capitolo precedente, la nozione di fondo comune di investimento in ottica antielusiva<sup>38</sup>.

In passato il legislatore era intervenuto, in linea generale, con l'obiettivo principale di stimolare il settore dei fondi comuni e specialmente quelli immobiliari, mediante il riconoscimento di una maggior flessibilità operativa ai gestori, sempre controbilanciata dalla tutela dei partecipanti ai fondi attraverso una serie di cautele, garanzie e limitazioni.

Per favorire l'affermazione dei fondi immobiliari si era reso opportuno introdurre ulteriori correttivi di natura operativa e fiscale in grado di rendere il prodotto veramente competitivo anche rispetto ad altre forme di investimento finanziario e superare gli elementi di rigidità allora esistenti. Il legislatore, individuando nei fondi immobiliari un importante strumento per il sistema economico-finanziario italiano, anche per l'attuazione del piano di dismissione degli immobili pubblici, ha integrato e modificato la disciplina normativa per

---

<sup>38</sup>Redazione La Lente sul Fisco, 2011. *Fondi immobiliari, la tassazione agevolata è minacciata dall'emanazione del decreto 78/2010*. Milano, A.L. Servizi S.r.l. Disponibile su: <http://www.lalentesulfisco.it/abc-news>

dare nuovo impulso alla loro diffusione. Prima con il D.L. 25 settembre 2001, n. 351 convertito in legge 23 novembre 2011, n. 410 e poi con il D.L. 30 settembre 2003, n. 269 convertito in legge il 24 novembre 2003, n. 326, sono stati introdotti i detti correttivi che disegnavano una nuova disciplina per i fondi immobiliari, caratterizzati soprattutto da una maggiore flessibilità. Gli obiettivi potrebbero essere sintetizzati nel conferire liquidità al mercato immobiliare; favorire l'afflusso del pubblico risparmio all'investimento immobiliare indiretto; dare maggiore rigore e trasparenza al settore; consentire formule variegate di dismissione immobiliare (c.d. spin off) che permettano di riorganizzare e integrare, dal punto di vista della proprietà e della gestione, vari complessi immobiliari ed offrire maggior tutela al sottoscrittore di fondi immobiliari. Tali obiettivi sono stati raggiunti introducendo: (i) i fondi cosiddetti semiaperti e semichiusi con la possibilità di procedere ad una pluralità di emissione di quote da parte del fondo; (ii) l'adozione di una più favorevole disciplina fiscale per i sottoscrittori di quote di fondi immobiliari; (iii) l'adozione di presidi informativi che assicurino un'adeguata trasparenza sulle operazioni in conflitto d'interessi; (iv) la possibilità di conferire al fondo beni in natura, di costituire fondi ad apporto "privati" e di ricorrere in modo più ampio all'indebitamento da parte del fondo e (v) l'istituzione obbligatoria dell'assemblea dei partecipanti, ovvero un nuovo organo di rappresentanza e tutela degli interessi dei sottoscrittori, oltre ad una serie di obblighi di informativa. In particolare, sono state previste forme di pubblicità delle relazioni di stima, degli atti di conferimento, acquisto o cessione di beni, dei prestiti stipulati per operazioni di rimborso di quote, del gruppo di appartenenza dell'intermediario finanziario incaricato della valutazione dei beni conferiti. Inoltre, nasce l'esigenza di individuare e presidiare i rischi potenziali emergenti, mediante il potenziamento delle strutture organizzative e dei controlli interni, introducendo ad esempio la figura dell'ufficio compliance.

L'investimento in fondi immobiliari offre una serie di vantaggi, non solo agli

enti pubblici nel caso di fondi ad apporto pubblico, ma anche agli investitori privati, siano essi investitori istituzionali o retail (Busani e Tomassini, 2011). Difatti, l'investimento in immobili presenta numerose caratteristiche che ne delineano gli aspetti distintivi: (i) elevato valore dei beni oggetto dell'investimento: l'investimento in ogni singolo *asset* richiede in genere un elevato esborso finanziario, conseguentemente, il piccolo risparmiatore non avrebbe la possibilità di investire in determinate tipologie immobiliari (es. centri commerciali) o non potrebbe riuscire a realizzare grandi opere di risanamento e ristrutturazione; (ii) complessità gestionale: la gestione degli immobili richiede esperienza e professionalità oltre che un impegno diretto da parte dell'investitore, la cui efficienza incide notevolmente sulla redditività complessiva (Peveraro, 2011); (iii) costi di transazione: le transazioni immobiliari hanno costi elevati (imposte e commissioni) rendendo poco conveniente l'entrata e l'uscita dall'investimento, mentre, per le quote del fondo tali costi sono pressoché trascurabili; (iv) garanzia dell'investimento: la tendenza sopra descritta del legislatore ad intervenire per integrare il sistema dei controlli interni, il rapporto con la banca depositaria ed i poteri di vigilanza degli organi quali la Consob e la Banca d'Italia, consente allo strumento dei fondi immobiliari di poter rassicurare il sottoscrittore sulla corretta e accurata gestione dei suoi investimenti; (v) composizione del portafoglio: per ottenere una riduzione del rischio deve essere attuata una diversificazione, conseguibile solamente mediante l'acquisto di numerosi immobili, ma, considerati gli elevati investimenti necessari, la diversificazione è difficilmente attuabile da parte di un singolo investitore. Gli investitori, attraverso la sottoscrizione delle quote del fondo, possono diversificare il proprio portafoglio partecipando ad uno strumento che presenta un basso grado di correlazione rispetto all'andamento del mercato mobiliare; (vi) liquidabilità dell'investimento: la monetizzazione dell'investimento diretto in immobili potrebbe richiedere diverso tempo; invece, il fondo permette, tramite l'eventuale cessione delle quote, una monetizzazione immediata; (vii) impatto fiscale: l'investimento in fondi

immobiliari consente di beneficiare di una serie di agevolazioni fiscali (Cappio, Fellingine e Vedana, 2006).

Sono appunto tali benefici fiscali il tema su cui le novazioni introdotte dal D.L. 78/2010 e successive modificazioni hanno maggiormente impattato. Il legislatore, cosciente dei numerosi aspetti positivi dell'investimento pubblico e privato tramite i fondi comuni, non ha di certo voluto limitarne l'utilizzo, ma ha cercato la formula che potesse assicurare la veloce liquidazione di quei fondi, di natura principalmente immobiliare, nati esclusivamente per usufruire dell'ultimo beneficio, quello fiscale, citato al precedente punto (vii).

Oltre al tema fiscale, l'altro elemento che ha caratterizzato con decisione i fondi comuni d'investimento è il tema della vigilanza e dei vincoli di controllo. A seguito dell'introduzione del TUF e delle più specifiche disposizioni in materia, il mercato sembrava intimorito dalla presenza di tali limitazioni, che comportavano un aumento dei costi - inversamente proporzionale alle masse gestite e quindi coerente alla strategia dei più comuni fondi immobiliari, caratterizzati da *asset under management* considerevoli - e una minore libertà nelle scelte d'investimento. L'attività di gestione collettiva del risparmio è difatti demandata alla SGR (iscritta in apposito albo tenuto da Banca d'Italia); le decisioni relative all'attività gestoria devono essere emanate e essere consapevolmente adottate dagli organi esecutivi della stessa, in capo ai quali risiede la piena responsabilità di ogni atto o comportamento adottato. Il controllo e la supervisione dei partecipanti sull'attività di gestione del fondo è esercitato attraverso la costituzione di altri organi di governance, la cui composizione e le cui competenze devono essere stabilite dal Regolamento di gestione. Tali organi sono l'Assemblea dei partecipanti e il Comitato Consultivo del fondo. I fondi immobiliari sono inoltre sottoposti a stringenti vincoli di controllo da parte delle autorità di vigilanza: i fondi comuni d'investimento, o meglio le società di gestione del risparmio che li gestiscono, sono soggetti vigilati dagli Organismi di Vigilanza, identificati dalla normativa primaria del

Testo Unico della Finanza nella Banca d'Italia e nella Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

Come riportato al par. 5, comma 1, Titolo I, Capo I del TUF (*Finalità e destinatari della vigilanza*): *“La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:*

- a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;*
- b) la tutela degli investitori;*
- c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;*
- d) la competitività del sistema finanziario;*
- e) l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.”*

Le finalità della vigilanza danno evidenza di come il legislatore abbia voluto garantire l’efficienza del sistema finanziario, indispensabile per la fiducia degli investitori, che sono a loro volta la base fondante del sistema stesso. L’istituzione di tale controllo sull’attività delle società di gestione del risparmio è uno dei motivi per i quali l’investimento in fondi comuni è preferito ad altri afferenti le stesse categorie di investimento.

La suddivisione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob nella disciplina dei fondi chiusi rispecchia la più generale ripartizione che vede l'istituto di emissione vigilare essenzialmente sulla stabilità degli intermediari (il TUF parla di competenza per quanto riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale) e la Consob prestare maggiore attenzione alla tutela dei risparmiatori, in termini di sorveglianza sulla trasparenza e sulla correttezza degli intermediari verso il mercato (il TUF parla di competenza per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti)<sup>39</sup>.

Il TUF ha esteso alla generalità degli intermediari finanziari, ricalcando quanto previsto dal TUB (D.lgs 385/93) per le aziende di credito, un modello di

---

<sup>39</sup> Per quanto attiene alle specifiche competenze ed aree di azione dei singoli Organismi si veda il Titolo I “Disposizioni Generali”, Capo I “Vigilanza” del Testo Unico della Finanza

vigilanza suddiviso in tre forme: (i) la vigilanza informativa, consistente nel potere di richiedere agli intermediari la trasmissione di atti e informazioni secondo precise modalità (art. 6 del TUF); (ii) la vigilanza regolamentare, che si esplica nel potere delle autorità di emanare regolamenti in materie loro delegate dal testo legislativo (art. 8 del TUF); (iii) la vigilanza ispettiva, che consiste nel potere di effettuare ispezioni presso gli intermediari richiedendo l'esibizione di documenti (art. 10 del TUF).

La vigilanza regolamentare vede l'attiva presenza del Ministero, della Banca d'Italia e della Consob, la vigilanza informativa e quella ispettiva invece sono di competenza per le rispettive materie solo di Consob o solo di Banca d'Italia. Quest'ultima deve autorizzare la costituzione della SGR, tiene un apposito albo in cui vengono iscritte le SGR autorizzate, dando comunicazione alla Consob delle iscrizioni effettuate e doveva approvare il regolamento dei fondi chiusi (modifica recente apportata dal Regolamento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 che ha abrogato la necessità dell'approvazione della Banca d'Italia sulle modifiche o emanazione di regolamenti di fondi). Inoltre è demandata allo stesso istituto la definizione, attraverso l'emanazione di un regolamento, delle regole applicabili agli OICR, in tema di criteri di contenimento e frazionamento dei rischi; limiti all'attività di investimento dei fondi; metodi di calcolo del valore delle quote degli OICR; metodi di valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio del fondo (art. 6 del TUF).

La Consob deve approvare, in caso di fondi offerti al pubblico, il prospetto informativo destinato alla pubblicazione. E' poi di competenza dell'Istituto di vigilanza la definizione delle regole in materia di procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati; in materia di comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori; in materia di obblighi informativi nella prestazione dei servizi.

Per quanto riguarda gli ambiti regolamentari del Ministero dell'Economia e delle Finanze, si rileva che essi concernono: i criteri generali cui i fondi chiusi devono uniformarsi come oggetto all'investimento; le categorie di investitori cui

è possibile rivolgere la proposta di sottoscrizione; le modalità di partecipazione ai fondi; la durata minima e massima dei fondi.

Questi poteri sono stati assegnati al Ministero dell'Economia e delle Finanze dall'art.37 del TUF<sup>40</sup>, cui lo stesso Ministero ha dato attuazione con il decreto

---

<sup>40</sup> Art. 37 (*Struttura dei fondi comuni di investimento*)

1. Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento con riguardo:

- a) all'oggetto dell'investimento;
- b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote;
- c) alle modalità di partecipazione ai fondi aperti e chiusi, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire;
- d) all'eventuale durata minima e massima;
- d-bis) alle condizioni e alle modalità con le quali devono essere effettuati gli acquisti o i conferimenti dei beni, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, nel caso di fondi che investano esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;

2. Il regolamento previsto dal comma 1 stabilisce inoltre:

- a) le ipotesi nelle quali deve adottarsi la forma del fondo chiuso;
- b) le cautele da osservare, con particolare riferimento all'intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni, nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della società di gestione o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene, comunque prevedendo un limite percentuale rispetto all'ammontare del patrimonio del fondo, e nel caso di cessioni dei beni del fondo ai soggetti suddetti;
- b-bis) i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori; a tali fondi non si applicano gli articoli 36, comma 3, ultimo periodo, e 39, comma 3, nonché, nel caso di strutture master feeder o di operazioni di fusioni, il capo III-bis e il capo III-ter; nel caso dei fondi previsti alla lettera d-bis) del comma 1 dovrà comunque prevedersi che gli stessi possano assumere prestiti sino a un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni nonché che possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni medesimi;
- c) le scritture contabili, il rendiconto e i prospetti periodici che le società di gestione del risparmio redigono, in aggiunta a quanto prescritto per le imprese commerciali, nonché gli obblighi di pubblicità del rendiconto e dei prospetti periodici;
- d) le ipotesi nelle quali la società di gestione del risparmio deve chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei certificati rappresentativi delle quote dei fondi;
- e) i requisiti e i compensi degli esperti indipendenti indicati nell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 5).

2-bis. Con il regolamento previsto dal comma 1, sono altresì individuate le materie sulle quali i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la società di gestione del risparmio. L'assemblea delibera in ogni caso sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione. L'assemblea è convocata dal consiglio di amministrazione della società di gestione del risparmio anche su richiesta dei partecipanti che rappresentino almeno il 10 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50 per cento più una quota degli intervenuti



n.228 del 1999. Più specificamente in merito alla disciplina dei fondi chiusi, l'art.37 delega al Ministero la definizione (i) delle ipotesi in cui deve adottarsi la forma del fondo chiuso; (ii) dei casi in cui è possibile derogare alle norme di contenimento e frazionamento del rischio, definite dalla Banca d'Italia, nel caso in cui la sottoscrizione delle quote del fondo sia riservata a investitori qualificati o con determinata esperienza professionale; (iii) delle ipotesi in cui la SGR deve chiedere l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei certificati rappresentativi delle quote dei fondi.

Nell'ambito degli obblighi di trasparenza che devono essere rispettati dalla SGR rientra la redazione dei documenti che forniscono un'informazione periodica e dettagliata ai sottoscrittori sull'attività di gestione. Il decreto del ministero n. 228/1999 all'art. 2, prevede che in aggiunta alle scritture prescritte per le imprese commerciali dal Codice Civile e con le stesse modalità, le SGR devono redigere: il libro giornale del fondo, nel quale devono essere annotate quotidianamente le operazioni relative alla gestione e le operazioni di emissione e di rimborso delle quote di partecipazione al fondo; il rendiconto della gestione del fondo, entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio annuale o del più breve periodo entro cui si procede alla distribuzione dei proventi; una relazione semestrale relativa alla gestione del fondo entro 30 giorni dalla fine del semestre; un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote.

Il Provvedimento di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 definisce inoltre al Titolo V, Cap. III le "Attività d'investimento: divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio", sia sotto il profilo della

---

all'assemblea. Il *quorum* deliberativo non potrà in ogni caso essere inferiore al 30 per cento del valore di tutte le quote in circolazione. Le deliberazioni dell'assemblea sono trasmesse alla Banca d'Italia per l'approvazione. Esse si intendono approvate quando il diniego non sia stato adottato entro quattro mesi dalla trasmissione. All'assemblea dei partecipanti si applica, per quanto non disciplinato dalla presente disposizione e dal regolamento previsto dal comma 1, l'articolo 46, commi 2 e 3.

composizione patrimoniale, sia sotto quello degli investimenti e della concentrazione del rischio. Il legislatore esige che le società gestori di fondi tengano una liquidità molto contenuta<sup>41</sup>, dovendo investire almeno i due terzi dell'attivo del fondo in "a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato; b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato; c) depositi bancari di denaro; d) beni immobili, diritti reali immobiliari, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri fondi immobiliari, anche esteri; e) crediti e titoli rappresentativi di crediti; f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale."<sup>42</sup>, investendo in percentuali molto alte le risorse raccolte dai sottoscrittori di quote dei singoli fondi. In tale specifico tema è importante sottolineare il fatto che Banca d'Italia, con il Provvedimento dell'8 maggio 2012 indica i limiti e i divieti a cui i fondi comuni devono attenersi nelle rispettive politiche d'investimento, ma che i fondi chiusi riservati possono derogare a tali indicazioni, non essendo più obbligati a far approvare il regolamento del fondo all'organismo di vigilanza e dovendosi solo attenere alle disposizioni di contenuto minimo previste dal Provvedimento stesso (Titolo V, capitolo I, sezione II del Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012). Tale modifica normativa recentemente introdotta si muove nel verso descritto all'inizio del capitolo relativamente alla invariata volontà del legislatore di incentivare l'utilizzo del fondo immobiliare come strumento d'investimento, alleggerendolo di alcuni vincoli precedentemente delineati e oggi considerati invece esclusivamente indicativi.

La numerosità dei controlli e degli obblighi di vigilanza introdotti dal legislatore, se da un lato nei primi anni di diffusione dei fondi ha costituito un ostacolo, è oggi il maggior punto di attrattività per il settore immobiliare. Tale

---

<sup>41</sup> Art.12-bis, comma 2 del D.M. 228/1999: "Il patrimonio dei fondi immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall'articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1 e 5, del Testo unico, e' investito nei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. [...]"

<sup>42</sup> Art.4, comma 2 del D.M. 228/1999

caratteristica dei fondi immobiliari li rappresenta come il principale investimento nell'ultimo periodo di crisi globale, che ha colpito non solo il settore delle costruzioni e degli immobili, ma più in generale il sistema economico. Se da un lato le scelte strategiche rispondono ad una comune e generica esigenza di efficienza nella gestione, dall'altro i partecipanti interessati all'investimento non vogliono incorrere in elevati rischi di default.

Come descritto da Ruozi (2006, p.XIII-XIV), in Italia i fondi comuni immobiliari sono una scoperta relativamente recente del mercato finanziario, nel quale sono entrati sull'onda di una consolidata esperienza estera di successo qualitativo e quantitativo. Nonostante la loro vita sia breve detti fondi si sono prontamente affermati e in poco tempo hanno attivato quote importanti di risparmio degli italiani. I fondi comuni d'investimento hanno avuto successo sia perché hanno rappresentato un innovativo strumento di investimento del risparmio, sia perché hanno offerto ai proprietari di immobili delle opportunità nuove per gestire i loro fabbisogni immobiliari, caratterizzate da certezza, solidità e know how. Ciò ha consentito il lancio di fondi sia generici sia specializzati, costituendo una gamma interessante di alternative per il consumatore che può scegliere secondo le proprie propensioni in materia di rischio, rendimento e liquidità.

Il mercato dei fondi immobiliari di diritto italiano ha registrato nel recente passato un trend di forte espansione, testimoniato sia dalla crescita del numero degli strumenti operativi sia dall'incremento della consistenza del patrimonio gestito (Gervasoni, 2003). Al 30 giugno 2005 il patrimonio dei fondi immobiliari italiani ammontava a 8.379 milioni di euro con un incremento rispetto all'anno precedente del 51,7%. Nel 2012 i fondi immobiliari gestiti sono 290 con un sottostante patrimonio gestito pari a circa 55.481 milioni di euro<sup>43</sup>. Ed è proprio

---

<sup>43</sup>I dati utilizzati sono reperiti principalmente da fonti Assogestioni e IPD, ma considerano anche ricerche di mercato e studi sulle SGR che non aderiscono alla suddetta associazione.

in tale momento di espansione che si è sviluppato il fenomeno dei fondi immobiliari a ristretta base partecipativa e dei fondi immobiliari. L'opportunità per un privato di smobilizzare l'investimento con benefici fiscali, sfruttando il sistema in forte crescita e dotato di basi solide e di controlli, era allettante e non costituiva alcuna violazione alla normativa. Sono sorte in questo periodo anche numerose SGR, che tra i fondi in gestione non si facevano mancare anche qualche entità a ristretta base partecipativa. Nel 2005 il fondo familiare era un'eccellente forma di investimento antielusiva, che sfruttava l'esuberante situazione del mercato. Con il sopraggiungere della crisi del mercato immobiliare nel 2008, il fondo familiare si è trasformato in un ottimo strumento per deconsolidare il debito relativo agli immobili, quest'ultimi spesso oggetto di apporto al fondo. Nell'ottica dell'impresa o della famiglia che realizzava il proprio fondo immobiliare, i cespiti risultavano beni di difficile dismissione, una volta sfitti risultavano rilocabili con tempistiche molto lunghe e divenivano in breve tempo un costo da gestire direttamente, quindi con tutte le complessità che tale settore comportava. Come si vedrà più specificatamente nel seguito, il primo tentativo introdotto dal legislatore (D.L. 112/2008) di limitare l'utilizzo del fondo immobiliare per tali scopi non è andato a buon fine, a causa del ristretto numero di fondi per i quali le imposte patrimoniali sostitutive introdotte erano applicabili.

Le tabelle seguenti mostrano il trend di crescita dei fondi comuni d'investimento immobiliare avvenuto in Italia dal 2000 ad oggi.

**Tabella 1: trend di crescita dei fondi immobiliari**

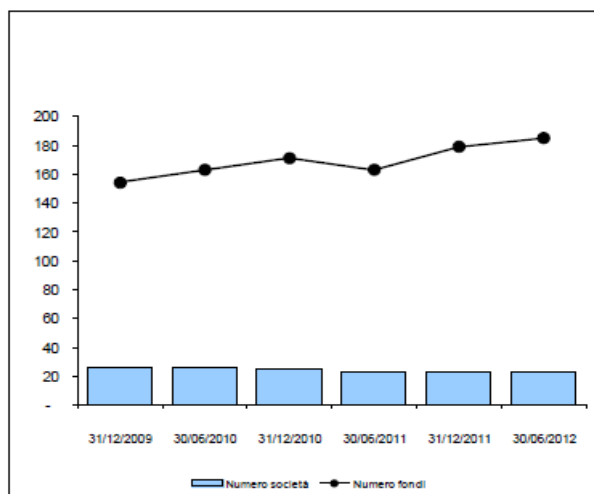
	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009
<b>Patrimonio Fondi</b>	3.393,5	4.414,1	8.084,2	11.854,9	15.583,5	19.011,0	20.168,3	22.054,7
<b>Numero fondi operativi</b>	15	18	30	51	78	109	135	154

*Fonte: Assogestioni, IPD e Monitor Immobiliare*

Nella tabella seguente si evidenzia il trend crescente, seppur con tassi

decisamente inferiori rispetto al triennio 2005-2008, del numero di fondi d'investimento immobiliari. I dati alla base del grafico sono esclusivamente quelli utilizzati da Assogestioni per le elaborazioni statistiche, diversi quindi dalla generale mappa del risparmio gestito in Italia, ma sono esemplificativi dell'andamento del mercato e delle dinamiche che interessano in questi anni le società di gestione.

**Tabella 2: società e fondi operativi**



Fonte: Assogestioni/IPD - Rapporto semestrale fondi immobiliari 30 giugno 2012, pag. 3

Dei 35 fondi immobiliari operativi (14 SGR) al 30 giugno 2005, 20 erano così detti fondi retail, cioè destinati alla generalità degli investitori (con obbligo di quotazione qualora il valore della quota non superasse l'importo di €25.000) e rappresentavano il 63% del patrimonio complessivo. Gli altri 15 fondi erano riservati ad investitori qualificati. Di questa totalità di fondi operativi il 40% era "ad apporto" e questa modalità di sottoscrizione rappresentava il 51% del patrimonio complessivo. Negli anni successivi fino al 2008, la modalità di sottoscrizione tramite l'apporto di immobili è stata pesantemente superata dalla compravendita immobiliare, frutto di un exploit dell'investimento dei fondi sulla scia del mercato mondiale. Negli anni della crisi invece lo strumento dell'apporto è tornato ad essere molto apprezzato, soprattutto come modalità

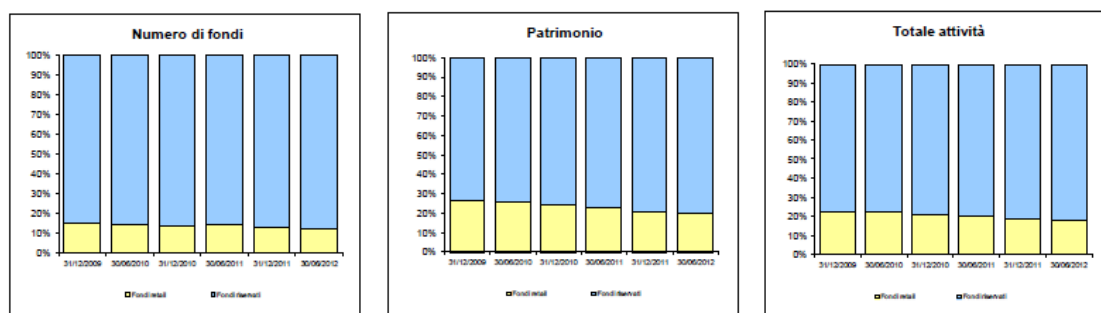
per dismettere portafogli immobiliari che, oggi più che mai, sono caratterizzati da situazioni di morosità del locatario, che con difficoltà riesce a rispettare i piani di rientro dal debito, o situazioni di perdurante vacancy, con crescenti costi di gestione e/o manutenzione per il proprietario. La conoscenza del settore, il know-how decennale e un sistema di controlli interni in continua evoluzione fa sì che il fondo immobiliare sia oggi uno degli strumenti più intelligenti per la dismissione immobiliare. Molti sono infatti i casi di gare pubbliche indette dalle amministrazioni pubbliche che hanno ad oggetto l'apporto di portafogli immobiliari da vendere anche solo per riuscire a sostenere le proprie spese ordinarie. Non da ultimo lo stato, le casse di previdenza e i fondi pensione, anch'essi ricorsi ai fondi immobiliari per diversificare il rischio dell'investimento e fare un po' di cassa.

**Tabella 3: numeri del Settore**

	31/12/2010		30/06/2011		31/12/2011		30/06/2012	
<b>Patrimonio Complessivo</b>	<b>23.280,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>24.539,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>25.481,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>25.834,2</b>	<b>100,0%</b>
Fondi retail	5.663,2	24,3%	5.506,6	22,6%	5.267,6	20,7%	5.046,2	19,5%
Fondi riservati	17.616,9	75,7%	18.532,2	77,4%	20.213,9	79,3%	20.787,9	80,5%
<b>Totale Attività</b>	<b>40.078,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>40.427,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>41.460,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>42.138,0</b>	<b>100,0%</b>
Fondi retail	8.480,5	21,2%	8.249,1	20,4%	7.821,2	18,9%	7.473,4	17,7%
Fondi riservati	31.597,8	78,8%	32.178,3	79,6%	33.638,9	81,1%	34.664,6	82,3%
<b>Numero Fondi</b>	<b>171,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>164,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>179,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>185,0</b>	<b>100,0%</b>
Fondi retail	23	13,5%	23	14,0%	23	12,8%	22	11,9%
Fondi riservati	148	86,5%	141	86,0%	156	87,2%	163	88,1%
<b>Numero Società</b>	<b>26</b>		<b>25</b>		<b>23</b>		<b>24</b>	

Fonte: Assogestioni/IPD - Rapporto semestrale fondi immobiliari 30 giugno 2012, pag. 14

**Tabella 4: composizione del Settore**



Fonte: Assogestioni/IPD - Rapporto semestrale fondi immobiliari 30 giugno 2012, pag. 6

La propensione ad investire risparmio in immobili è ovunque, anche in Italia, molto alta. La famiglia come investitore di norma restringe l'orizzonte alla proprietà dell'appartamento di abitazione e ad un eventuale altro per le vacanze; investe raramente per cercare un lucro diretto dalla cessione in locazione a terzi. Una vasta, potenziale categoria di investitori in immobili per scopi di allocazione proficua del risparmio resta così esclusa o confinata ad un numero relativamente limitato. L'investimento in immobili non sempre è finalizzato al mero godimento ma costituisce una valida opportunità nelle scelte di *asset allocation* degli operatori, presentando un profilo di rischio/rendimento intermedio tra l'investimento in obbligazioni e in azioni.

Chi volesse diversificare i propri investimenti con un investimento immobiliare diretto si esporrebbe a numerosi rischi, tra i quali il rischio di mercato, legato alla tipologia dell'immobile acquisito, al contesto dello stesso mercato immobiliare del luogo di ubicazione, alla posizione; il rischio locativo, legato alla solvibilità dei conduttori, etc. Oltre ai citati rischi si deve ricordare che l'impegno economico connesso all'investimento immobiliare è comunque rilevante e non facilmente liquidabile.

Per ottenere una corretta diversificazione e minimizzazione del rischio il risparmiatore investe in numerosi strumenti finanziari caratterizzati da bassa correlazione. La soluzione ideale è fornita dai fondi mobiliari aperti e da altri strumenti finanziari che permettono di investire anche somme non rilevanti su indici di Borsa o in specifici comparti. Nel caso dell'investimento immobiliare la necessaria diversificazione, dato il taglio elevato di ogni singolo acquisto, comporterebbe investimenti eccessivi per la gran parte degli investitori. I Real Estate Investment Trust<sup>44</sup> (REIT) all'estero e i fondi immobiliari in Italia rappresentano quindi la risposta migliore per questi investitori che cercano investimenti immobiliari diversificati con la liquidità offerta dalla quotazione nei mercati regolamentati. Nel lungo periodo l'investimento immobiliare ha

---

<sup>44</sup> ANON., 2011. *REIT, caratteristiche dell'investimento*. Il Faro Finanziario. Disponibile su: [www.all-wall-street.com/03-sez.operativa/003-reit/000-reit/default.html](http://www.all-wall-street.com/03-sez.operativa/003-reit/000-reit/default.html)

offerto una valida protezione contro l'inflazione e soprattutto si è rivelato scarsamente o negativamente correlato con il mercato azionario e obbligazionario. Conciliare la mobilitazione di quote di risparmio molto frazionato con l'investimento quasi diretto nella proprietà immobiliare è il fine dei fondi immobiliari, alleggerendo in tal modo l'indebitamento del settore.

Le quote di un fondo sono un'attività finanziaria che può risultare attraente quindi anche per i risparmiatori con un'elevata propensione al rischio, purché non abbiano l'esigenza di liquidare l'investimento se non nel medio-lungo termine; è necessario inoltre che dispongano di un capitale liquido consistente, dato che il rimborso può avvenire anche dopo 10 anni. Nella realtà internazionale risultano essere assolutamente prevalenti i sottoscrittori istituzionali, mentre i privati contribuiscono al 10-15% della raccolta.

Come citato da Cappio, Felling e Vedana (2006), in Italia, la vecchia legge istitutiva dei fondi chiusi (legge n. 344/93) penalizzante per la raccolta istituzionale, ha fatto sì che i primi fondi di diritto italiani fossero in prevalenza raccolti tra il pubblico. In Italia nei primi anni di vita dei fondi comuni d'investimento immobiliare i sottoscrittori persone fisiche rappresentano la seconda categoria di sottoscrittori per importanza dopo le banche (nel biennio 1996-98 l'investimento da parte degli istituti bancari era pari al 40%; subito dopo si notava l'investimento da parte dei privati pari al 24%), mentre in Europa la composizione dei sottoscrittori dei fondi era costituita per lo più da enti istituzionali (banche per prime - 27%, fondi pensione - 24%, assicurazioni - 12%). Analizzando i dati storici di Assogestioni, si nota come tale composizione degli investitori in Italia si sia, nel corso del primo decennio 2010, allineata a quella europea con una netta prevalenza dell'investimento istituzionale rispetto al privato. Tuttavia permangono ancora oggi alcune SGR caratterizzate da un'alta percentuale di investitori privati, dovuta alla concentrazione di fondi nati nel periodo di massima spinta economica del comparto immobiliare. Infatti nel triennio 2006-2008 lo strumento finanziario proposto dai fondi comuni



d'investimento era oggetto di numerose transazioni da parte del settore privato, perché tale settore era caratterizzato da ingenti somme di liquidità rivenienti dal ricco momento economico, perché l'investimento immobiliare tramite OICR risultava fiscalmente più conveniente rispetto al normale investimento in società finanziarie o srl immobiliari e perché l'investimento immobiliare tramite la supervisione, competenza e accesso al credito delle SGR dava più margini di successo.

Questo tipo di *asset class*, mediante la creazione di titoli rappresentativi del pacchetto di immobili presenti nel portafoglio del fondo, trasforma un investimento immobiliare in uno strumento di natura finanziaria. Il centro decisionale delle strategie di investimento è delegato da un'apposita società di gestione del risparmio che, da un lato, raccoglie le risorse finanziarie, dall'altro le impiega in modo collettivo in attività di investimento in beni reali o in partecipazioni in società immobiliari. Come per le altre tipologie di fondi comuni di investimento, il valore aggiunto del fondo è di spettanza dei possessori delle quote del fondo, i quali ne beneficiano secondo le norme stabilite dal regolamento del fondo stesso, mentre il gestore è remunerato attraverso commissioni che, al netto dei costi di gestione, determinano la remuneratività della gestione stessa. Inoltre la caratteristica di autonomia della gestione è essenziale per garantire ai partecipanti che le sorti del fondo non siano influenzate da quelle della SGR e che il fondo rimanga realmente un patrimonio separato.

Rispetto agli altri veicoli usati per lo svolgimento di attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, quali le società finanziarie (pubbliche, private, aziendali) o gli intermediari (banche), che riorganizzano la loro struttura aziendale creando una divisione dedicata all'attività di merchant banking, il fondo chiuso rappresenta una soluzione ottimale per diverse caratteristiche.

La separazione tra fondo e società di gestione: il fondo investe capitali di terzi, ciò consente al management team di agire autonomamente nella selezione delle migliori opportunità d'investimento, accelerando i tempi decisionali legati alla predisposizione e alla conclusione degli investimenti. Nell'ambito della struttura organizzativa del fondo i manager proseguono, quale obiettivo prioritario, l'ottimizzazione della combinazione rischio/rendimento.

La vita limitata: il fondo ha una scadenza, determinata dal momento in cui viene liquidato. Il ciclo di vita del fondo chiuso, destinato a concludersi al momento della liquidazione delle quote, consente agli investitori di vedere concretizzato l'esito delle operazioni, sotto forma di rendimento realizzato, entro un preciso arco temporale. E' possibile, inoltre, che durante la vita del primo fondo, la società di gestione modifichi la sua strategia, attraverso il lancio di altri fondi che si presentano come prodotti diversi, ciascuno con una precisa fisionomia e con performance non direttamente correlate.

La flessibilità: la stessa società di gestione può lanciare più fondi, ognuno con una domanda differente e definita di capitale. Ogni fondo può avere un suo team. Si possono quindi creare prodotti differenti, con obiettivi strategici distinti e scadenze temporali specifiche.

Come riportato da Di Tanno (2010), qualora un gruppo d'investitori intendesse investire in immobili (immobili a reddito, trading, operazioni di sviluppo) potrebbe operare gli investimenti attraverso una società immobiliare ovvero attraverso un fondo immobiliare riservato ad investitori qualificati. Nel caso del fondo immobiliare le decisioni d'investimento e disinvestimento verrebbero assunte, nel pieno rispetto delle politiche d'investimento previste dal regolamento del fondo, dal consiglio d'amministrazione della SGR incaricata della gestione. Agli investitori quotisti sarebbe comunque riservata (qualora il Regolamento lo prevedesse) la possibilità di esprimere attraverso l'Assemblea dei sottoscrittori od il Comitato consultivo pareri più o meno vincolanti sulle scelte operate dalla SGR. A livello di governance, il ricorso ad una società immobiliare consentirebbe, ovviamente, una maggiore autonomia decisionale

agli investitori, cui spetterebbe la facoltà di gestire direttamente le attività d'investimento e disinvestimento ovvero di ricorrere a terzi per la gestione del business. Non ci sarebbero inoltre i vincoli normativi che caratterizzano i fondi immobiliari (limiti all'uso della leva finanziaria, vincoli sugli investimenti effettuabili, ecc.). Dal punto di vista economico i costi annuali "di gestione" di un fondo immobiliare sono assai superiori a quelli di una società di capitali. Mentre il costo annuo di gestione amministrativa per una Srl (ipotizzata senza collegio sindacale) può essere indicato in circa Euro 7.500, il costo annuo di gestione di un fondo immobiliare è nettamente superiore (almeno Euro 200.000-250.000). Il costo di gestione del fondo immobiliare comprende necessariamente le fees di gestione riconosciute alla SGR (calcolate sul patrimonio del fondo o sulle attività del fondo) per la sua attività; il compenso agli esperti indipendenti cui è demandato il compito di valutare su base semestrale gli immobili che compongono il patrimonio del fondo; il costo della revisione contabile prevista obbligatoriamente (almeno sul rendiconto di fine anno) e ulteriori costi previsti dal Regolamento a carico del fondo. Mentre la società di capitali è soggetta a tassazione sui redditi con applicazione di IRES e IRAP, i redditi prodotti dal fondo immobiliare non sono soggetti a tassazione, o meglio la tassazione opera al momento della distribuzione del provento ai quotisti. Ipotizzando che il costo differenziale annuo tra il ricorso a un veicolo societario (Srl) e a un fondo immobiliare sia pari a Euro 250.000 annui, la convenienza ad utilizzare un fondo immobiliare è evidente nel momento in cui i redditi attesi delle operazioni immobiliari (affitti e plusvalenze) siano tali da generare un carico fiscale potenziale superiore ai costi di gestione del fondo immobiliare. Più precisamente occorre verificare che il valore attuale del risparmio fiscale generato dallo strumento ecceda il valore attuale dei flussi connessi ai maggiori costi differenziali annui. Il valore attuale netto di un flusso di Euro 250.000 annui su un orizzonte di quattro anni è pari a circa Euro 866.000 (applicando un tasso di attualizzazione pari al 6%). Qualora al quarto anno il fondo realizzasse una plusvalenza di Euro 5.000.000, il valore attuale del risparmio fiscale

realizzato supererebbe ampiamente l'importo di Euro 866.000 rendendo conveniente il ricorso al fondo immobiliare.

Si comprende agevolmente come un fondo immobiliare aperto, se consente il riscatto delle quote, possa essere esposto a comportamenti di panico dei sottoscrittori, che possono obbligare a vendite in tempo brevi del patrimonio immobiliare, a discapito della convenienza dell'operazione; così come al contrario possa essere costretto ad acquisti affrettati dall'afflusso di nuove sottoscrizioni, promosse da una situazione di euforia per gli investimenti immobiliari. Un fondo immobiliare chiuso, per contro, ha spesso una durata limitata nel tempo, che costringe ad alienare gli attivi entro una data scadenza e a differirne la vendita all'approssimarsi della medesima. La preferenza per l'una o per l'altra categoria di fondi dipende dalla frequenza o dalla densità degli scambi sul mercato degli immobili, dunque dal grado di liquidità che distingue tale mercato. E' certo vantaggioso che le norme non rendano conveniente il mantenimento di quote molto alte di liquidità da parte del gestore, così come può essere opportuno che si conceda un ricorso massimo all'indebitamento. La dimensione della società di gestione, il numero e il rilievo dei fondi gestiti, la competenza dei consulenti per le scelte gestionali, l'alta professionalità nel misurare il valore corrente del patrimonio, sono tutte condizioni che definiscono i confini di tutela dei risparmiatori, sottoscrittori, portatori di quote, e l'appagamento delle aspettative riposte nella forma di *asset allocation* immobiliare.

Nei fondi in cui il numero di sottoscrittori è maggiormente elevato e si perseguono strategie di diversificazione, prevalgono la finalità di massimizzazione rischio/rendimento e di diversificazione del portafoglio, attraendo investitori istituzionali o istituzioni finanziarie operanti senza specifica vocazione territoriale e settoriale e investitori privati.

Nei fondi in cui il numero di sottoscrittori è basso e si perseguono strategie di

specializzazione può prevalere una finalità strategica rispetto alle altre: tali fondi saranno quindi sottoscritti da imprese e investitori istituzionali che hanno interessi specifici in un certo settore o area geografica (possibilità di acquisire una nuova tecnologia, sviluppo economico di un'area/regione).

Con l'avvento della crisi tale forma d'investimento si è rivelata però di più difficile accesso per il privato, proprio per l'intrinseca caratteristica di illiquidità delle quote dei fondi comuni d'investimento. Inoltre l'introduzione del D.L. 78/2010 e successive modificazioni ha comportato un considerevole riassetto delle fattispecie di risparmio gestito cosiddette "familiari". La principale conseguenza dell'introduzione di tale decreto è stata quella di limitare la concentrazione di investimento da parte del settore privato e la messa in liquidazione di molti di quei fondi nati nel triennio 2006-2008 caratterizzati da sottoscrittori esclusivamente del settore privato. Si è così realizzata una netta inversione di tendenza e il fondo comune d'investimento odierno ha nuovamente come sottoscrittore di riferimento l'istituto bancario e assicurativo, e una categoria di investitori istituzionali, che per dinamiche politiche e di mercato esplicitate nel dettaglio al successivo capitolo 6, ha una forte necessità di prodotti finanziari come i fondi comuni d'investimento.

Gli ultimi aggiornamenti del report annuale sul mercato dei fondi immobiliari redatto da Scenari Immobiliari (2011 e 2012), sul contesto macroeconomico di riferimento, riportano statistiche attestanti che il terzo trimestre del 2012 conferma una globale inversione di tendenza nella crescita del PIL, già anticipata nell'ultimo periodo del 2011 con una previsione di crescita per l'anno successivo molto prossima allo zero. I più recenti indicatori congiunturali che suggeriscono un periodo di stagnazione sul fronte mondiale prendono atto degli effetti delle politiche di raffreddamento antinflazionistiche delle economie emergenti e del calo dei consumi in USA ed in Europa. Tale rallentamento è determinato da un generale clima di sfiducia dei consumatori che risentono

delle difficoltà occupazionali e della dinamica dei prezzi al consumo nonché delle imprese medesime.

In tale contesto congiunturale globale, la domanda interna italiana continua a manifestare segnali di crisi. In Europa, oltre alla Grecia, Italia e Spagna sono i Paesi che risentono maggiormente della fase negativa causata dall'alta tensione sui debiti sovrani, che impone delle manovre di politica economica di tipo restrittivo. Gli effetti della crisi in atto continuano inevitabilmente ad influenzare anche il mercato immobiliare, per il duplice effetto di un generale innalzamento dei tassi di interesse ed una contrazione della liquidità nel sistema. Il bene immobile continua a rappresentare un bene rifugio, anche se si registrano forti contrazioni delle compravendite. Complessivamente i volumi delle transazioni non residenziali a livello italiano si attestano intorno a quota 1,7 miliardi di euro nel 2012, a differenza dei quasi 8 miliardi annui nel 2007 (BNP Paribas RE, 2013). Il tasso di crescita medio delle transazioni è stato pari al -25% (Agenzia del Territorio, 2012) con un numero di transazioni totali pari a circa 488 mila compravendite (Nomisma, 2012).

La difficile situazione economica ha comportato un rallentamento di tutte le forme di investimento, a causa sia della diffusa carenza di capitali che dell'atteggiamento sempre più prudente di banche e risparmiatori. La scarsa affidabilità dei mercati finanziari in tutto il mondo ha indotto gli investitori a privilegiare gli strumenti in grado di offrire maggiore sicurezza e stabilità. Ne hanno beneficiato strumenti di investimento che operano nel settore immobiliare attraverso le diverse forme di fondi (quotati, non quotati, Reit), il cui NAV a livello mondiale sale da 1.430 miliardi di euro del dicembre 2010 a oltre 1.500 miliardi di euro a fine 2011, che significa un aumento del 5%. Come già accennato in precedenza anche a livello italiano il settore immobiliare dei fondi è in lieve aumento, con tassi di crescita inferiori, che scontano da un lato le conseguenze della crisi che nel mercato italiano sono più forti che in altri, e dall'altro proprio l'introduzione della riforma del D.L. 78/2010. Quest'ultima ha avuto l'effetto di porre molti fondi in liquidazione, che, agevolati come si vedrà

nel seguito nelle operazioni di dismissione, hanno ceduto buona parte degli *asset* in portafoglio<sup>45</sup>.

I problemi più diffusi continuano ad essere la carenza di liquidità e il difficile accesso al credito. Nella maggior parte dei Paesi sono state approvate o sono in fase di studio modifiche alle normative vigenti, finalizzate ad incentivare gli investitori attraverso agevolazioni fiscali e a tutelarli in caso di richiesta di restituzione anticipata delle quote, per evitare situazioni critiche.

Le strategie sono fortemente differenziate tra un fondo e l'altro. Le società più deboli, con carenza di liquidità e di raccolta, tendono a realizzare processi di fusione o di assorbimento da parte di gruppi più importanti (Elli, 2011). Per questa ragione in alcuni paesi è in calo il numero di veicoli operativi, con la conseguente alienazione dei beni ritenuti meno strategici o derivanti dalla razionalizzazione del patrimonio strumentale. Le società più solide, invece, hanno realizzato numerosi investimenti e sono state tra i principali protagonisti, sfruttando anche la possibilità di acquistare in maniera conveniente dai fondi in liquidazione agevolata (Barbagelata e Piazza, 2011). Si conferma il calo della quota di investimenti cross-border, in quanto la maggior parte dei fondi tende a concentrare la propria attività nel Paese d'origine, dove ha maggiori competenze e rapporti<sup>46</sup>.

Dal punto di vista tipologico<sup>47</sup>, sono stabili gli investimenti nel settore residenziale, che presentano un rischio moderato e buone prospettive di rendimento a lungo termine, mentre è in calo il retail, in quanto i problemi legati alla disoccupazione, alla pressione fiscale e alla diminuzione del potere di acquisto causano una flessione nella domanda di spazi commerciali, che ovunque rappresentano una quota ancora estremamente elevata nella composizione complessiva del patrimonio. Infine si consolida la tendenza ad investire in immobili e progetti innovativi, legati ad aspetti di sostenibilità

---

<sup>45</sup>Mappa del risparmio gestito, 2012. Assogestioni

<sup>46</sup>ANON., 2012. *Fondi immobiliari italiani*. Monitorimmobiliare.

<sup>47</sup>Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2012. Assogestioni, pag. 7.

ambientale, risparmio energetico e alto contenuto tecnologico. A prescindere dalla destinazione i fondi continuano ad investire in prodotti ad alto livello qualitativo e nel complesso tali strumenti di investimento immobiliare si confermano competitivi rispetto agli investimenti immobiliari diretti o agli altri mercati finanziari.



## CAPITOLO 3 – EXCURSUS NORMATIVO DELLA FISCALITÀ DEI FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO IMMOBILIARI

Il fondo comune d'investimento immobiliare si configura dal punto di vista tributario come soggetto esente da imposte sui redditi e IRAP. I fondi comuni d'investimento immobiliare istituiti ai sensi dell'art. 37 del TUF non sono soggetti ad alcuna imposta sui redditi e all'imposta regionale sulle attività produttive. Rimangono esenti da dette imposte anche i fondi istituiti con apporto di beni immobili o diritti reali immobiliari per il 51% da parte dello Stato o degli enti pubblici, nonché da società possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti ex art. 14-bis della L. 86/1994, c.d. fondi immobiliari ad apporto pubblico.

Il fondo in relazione ai proventi finanziari conseguiti dalla gestione delle liquidità si configura in linea generale come “lordista”. Pertanto ha il diritto di percepire la maggior parte dei redditi da capitale al lordo delle ritenute o delle imposte sostitutive applicabili - nella fattispecie non trovano applicazione ad esempio le ritenute su interessi dei conti correnti e depositi di pertinenza dei fondi o sui proventi derivanti da OICR italiani - ed il prelievo in capo ai fondi immobiliari non prevede in nessun caso l'applicazione di ritenute a titolo di acconto in quanto non sono soggetti alle imposte sui redditi. Per i redditi di capitale per i quali il fondo non è lordista, come obbligazioni o titoli assimilabili di società non quotate, la ritenuta è sempre applicabile a titolo d'imposta.

Come precedentemente anticipato, il legislatore aveva nel recente passato

introdotto l'imposta sostitutiva pari all'1 per cento del valore attuale netto di quei fondi che non rispettavano determinate caratteristiche delineate dalla stessa norma che ne ha introdotto anche l'imposta patrimoniale. L'intento era lo stesso che ha creato i presupposti per l'introduzione della riforma fiscale del D.L. 78/2010 e successive modificazioni, ossia ostacolare l'espansione del fondo immobiliare come strumento elusivo.

La necessità di porre un freno allo sviluppo dei fondi che nascevano per tali scopi, ha lo speculare rischio di disincentivare eccessivamente l'investimento immobiliare, e nello specifico il mercato dei fondi comuni d'investimento, ricco di pregi sia per gli investitori che per lo stato. Proprio tale timore ha fatto sì che la riforma antielusiva introdotta nell'ultimo biennio sia il risultato di numerosi tentativi, mai risultati pienamente efficaci.

Nel 2001 è stata introdotta per la prima volta un'imposta patrimoniale sostitutiva, che però ebbe l'unico effetto di rendere poco suscettibile di interesse sia l'investitore italiano che estero nell'investimento in fondi immobiliari. L'intervento del legislatore fu immediato nel riportare la situazione ai livelli precedenti. Nel 2008, con il decreto 112 tale imposta fu reintrodotta, ma per non ripetere gli errori del passato, venne disposta per alcune tipologie di fondi, ossia quelle caratterizzate da investimenti in mercati regolamentati oltre alla soglia dei 400 milioni di euro. Anche in tal caso l'intervento del legislatore fu inefficace, questa volta nel senso opposto al precedente, infatti l'impatto dell'imposta introdotta risultò quasi nullo, riuscendo solo minimamente a ridurre il fenomeno dei fondi a ristretta base partecipativa. L'intervento normativo del D.L. 78/2010, più aggressivo dei precedenti, introduceva l'imposta sostitutiva del 5 per cento sui tutti i fondi che non adeguavano la compagine partecipativa alle disposizioni introdotte, fondi a partecipazione pubblica compresi. L'impostazione retroattiva della riforma destò numerose polemiche che sfociarono nell'impossibilità per il legislatore stesso di procedere all'approvazione del decreto ministeriale ex comma 2 dell'art. 32 del D.L. 78/2010, giunto in consultazione ma mai approvato. Il D.L. 70/2011,

introducendo alcune modifiche al citato D.L. 78/2010 ha limitato l'obbligo di tali adeguamenti ad alcune categorie di fondi, o meglio ai fondi partecipati da determinate caratteristiche di sottoscrittori, delineate al comma 3 del D.L. 78/2010. L'adeguamento così strutturato ha comportato, come descritto nel capitolo precedente, una netta inversione di tendenza nello sviluppo di fondi immobiliari "veicolo", senza limitare i pregi che gli investitori istituzionali e i privati detentori di quote in basse percentuali hanno sempre riscontrato nell'investire nel settore immobiliare tramite il fondo comune.

Il regime tributario e il conseguente trattamento delle entrate, come i canoni da locazione o le plusvalenze da cessioni immobiliari, derivanti dalle attività poste in essere dai fondi immobiliari italiani hanno subito nel corso degli ultimi anni rilevanti modifiche. Con il susseguirsi dei vari interventi inerenti la disciplina tributaria dei fondi immobiliari, molteplici sono stati i problemi di coordinamento che si sono posti anche e soprattutto con riferimento alla fase transitoria di attuazione delle disposizioni di volta in volta emanate. Alle soluzioni di detti problemi ha certamente recato un contributo di chiarezza l'interpretazione sistematica dell'Amministrazione Finanziaria. Nello svolgimento del capitolo e del successivo si seguirà tale impostazione, ripercorrendo l'exkursus normativo vissuto dai fondi comuni d'investimento immobiliari, riportando dapprima la normativa introdotta, per poi spiegarne le relative implicazioni sul regime tributario, nelle modalità utilizzate dall'Agenzia delle Entrate con l'emanazione delle circolari apposite.

Nonostante il susseguirsi di vari provvedimenti resta sempre confermato il principio secondo cui i fondi immobiliari italiani non sono soggetti passivi delle imposte sui redditi e dell'IRAP. Inoltre per essi rimane la qualifica di soggetto lordista con riguardo alla percezione dei redditi di capitale.

Le prime disposizioni di carattere fiscale riguardanti i fondi d'investimento

immobiliare risalgono al 1994, quando con la Legge n. 86, si stabiliva all'art. 15 la tassazione in capo al fondo. I fondi erano soggetti ad un'imposta sostitutiva dell'IRPEG e dell'ILOR nella misura del 25% sui proventi conseguiti per effetto della gestione. Poiché il presupposto impositivo si realizzava in capo al fondo, per le quote detenute al di fuori dell'esercizio d'impresa, i proventi e le plusvalenze da cessione delle quote non concorrevano a formare il reddito complessivo dei partecipanti. Per le quote detenute invece nell'esercizio dell'impresa, i proventi e le plusvalenze da cessione delle quote concorrevano a formare il reddito imponibile complessivo ai fini IRPEG e IRPEF, ma veniva riconosciuto un credito d'imposta pari al 20% dell'importo dei proventi.

Nel 2001, con il D.L. 351 convertito con modificazioni dalla Legge n. 410/2001, viene riformata la tassazione dei fondi immobiliari. Partendo dal principio che il fondo non è soggetto alle imposte sui redditi e all'IRAP, i singoli redditi conseguiti, come ad esempio canoni di locazione e plusvalenze, sono conseguentemente irrilevanti ai fini impositivi e rimangono tassati solo i proventi dei fondi immobiliari con un'imposta dell'1%, calcolata e prelevata una volta all'anno sull'ammontare del valore netto del fondo dalla SGR, in qualità di sostituto d'imposta. Il regime fiscale introdotto dal D.L. 351/2001 può essere riassunto come segue.

Relativamente al regime fiscale applicabile ai proventi percepiti dal fondo: i fondi non sono soggetti all'imposta sul reddito delle persone fisiche, all'imposta sul reddito delle persone giuridiche e all'imposta locale sui redditi; le ritenute operate sui redditi da capitale sono a titolo d'imposta. La tassazione avviene mediante un'imposta sostitutiva di natura patrimoniale che è applicata nella misura dell'1% sul NAV del fondo<sup>48</sup> ed è liquidata annualmente (la norma prevedeva entro il 20 febbraio di ogni esercizio) ad opera della società di gestione. Oltre all'imposta sostitutiva il fondo è soggetto a imposte sui redditi

---

<sup>48</sup> il valore attuale netto del fondo è pari al valore corrente, alla data di riferimento della valutazione, delle attività che lo compongono al netto delle eventuali passività

di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria percepiti in relazione alla propria struttura d'investimento. In tale circostanza, il fondo beneficia di un livello impositivo decisamente contenuto, qualità quest'ultima che ha permesso il grande sviluppo di tale strumento finanziario. Il fondo infatti non è soggetto ad imposizione su interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni pubbliche e private, dal momento che gli viene riconosciuta la qualifica di soggetto lordista. Allo stesso modo, non è soggetto ad imposizione sui dividendi percepiti in dipendenza di partecipazioni detenute. Sulla parte del risultato di gestione maturato in ciascun anno, e riferibile alle partecipazioni qualificate detenute dagli organismi di investimento collettivo, l'imposta sostitutiva è determinata con aliquota del 27%. Sui proventi delle partecipazioni agli organismi di investimento collettivo sopra citati, assunte nell'esercizio di imprese commerciali e riferibili al risultato della gestione soggetto a imposta sostitutiva nella misura del 27%, spetta un credito di imposta nella misura del 36,98% del loro importo. Tali disposizioni si applicavano ad organismi d'investimento collettivo del risparmio con meno di 500 partecipanti.

Con riferimento al regime fiscale dei partecipanti, la normativa prevede un differente regime tributario a seconda che gli stessi siano conseguiti o meno nell'esercizio di un'attività di impresa commerciale. In particolare, i proventi conseguiti da soggetti non esercenti attività di impresa commerciale – persone fisiche, enti non commerciali, società semplici – non concorrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti. I proventi percepiti da imprese commerciali, sono invece soggetti a ordinaria imposizione in capo al soggetto che li percepisce e a questi viene riconosciuto un credito di imposta nella misura dell'1% del valore delle quote da porzionare in relazione al periodo di possesso rilevato in ciascun periodo d'imposta. I proventi distribuiti dal fondo non concorrono a formare il reddito imponibile, a eccezione delle partecipazioni al fondo assunte nell'esercizio di imprese commerciali. I proventi derivanti da tali partecipazioni concorrono a formare il reddito solo nell'esercizio in cui sono percepiti ed è inoltre riconosciuto un credito d'imposta

pari al 15% del loro importo. E' in tal caso necessario sottolineare che le persone giuridiche non potranno, per espressa esclusione, optare per il regime sostitutivo d'imposta per le plusvalenze (che prevede un'aliquota minima del 12,5% e una massima del 27%) nel caso queste derivino da partecipazioni in fondi d'investimento. Nel caso invece in cui i partecipanti fossero sottoscrittori esteri, il regime fiscale applicabile sarebbe il seguente: per gli investitori esteri residenti in Paesi della c.d. white list esistono considerevoli vantaggi dal momento che i non residenti, che hanno conseguito proventi erogati da organismi d'investimento collettivo soggetti a imposta sostitutiva, hanno diritto ad un rimborso dell'imposta pagata dal fondo pari al 15% dei proventi erogati. Per i residenti in altri paesi si applica invece la tassazione al 12,5% (Assegnati e Brustia, 2012).

In materia di IVA<sup>49</sup>, l'esclusione della soggettività passiva per il fondo immobiliare e l'attribuzione, in via esclusiva, della medesima soggettività in capo alla società di gestione del risparmio che ha istituito il fondo, con la particolarità di dover applicare separatamente l'IVA in capo a ciascun fondo ai sensi dell'articolo 36 del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633 e poter detrarre l'imposta pagata per gli acquisti di immobili nonché per la manutenzione degli stessi secondo le disposizioni dettate dall'articolo 19 del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633; Quanto agli apporti, ai sensi dell'articolo 14-bis, comma 10, della legge 25 gennaio 1994, n. 86, vigeva l'irrilevanza fiscale dei redditi e delle perdite derivanti dagli apporti ai fondi istituiti con immobili o diritti reali immobiliari apportati per almeno il 51% dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti. Inoltre era stata introdotta una particolare disciplina per gli apporti ai fondi immobiliari costituiti da una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto che consiste nell'esclusione di dette operazioni dal campo di applicazione dell'IVA e nell'applicazione ad esse delle imposte di registro, ipotecarie e catastali in

---

<sup>49</sup> Persico, G., 2012. *La liquidazione dei fondi immobiliari in scadenza*. Milano, 26 gennaio.

misura fissa ed una speciale disciplina per gli apporti ai fondi immobiliari costituiti da una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto posti in essere dagli enti di previdenza obbligatoria pubblici e privati (comprese le Casse di Previdenza dei liberi professionisti di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509) ai sensi dell'articolo 38, comma 11, del decreto legge n. 78 del 2010. In forza di tale disposizione gli apporti posti in essere da detti soggetti, anche se privi di soggettività ai fini IVA, fruiscono dell'applicazione in misura fissa delle imposte di registro, ipotecarie e catastali. In materia di imposta di registro, vi era la non obbligatorietà della richiesta di registrazione degli atti connessi alle operazioni di istituzione dei fondi immobiliari, di emissione e di rimborso dei certificati di partecipazione. Con riferimento agli atti di alienazione di immobili dello Stato, di enti previdenziali pubblici, di regioni, di enti locali o loro consorzi, nei quali i fondi intervengono come parte acquirente, è prevista l'applicazione delle imposte di registro, ipotecarie e catastali nella misura fissa di euro 516,46 per ciascuna imposta; Era stata applicata la ritenuta alla fonte del 20 per cento sull'ammontare dei proventi di cui all'articolo 44, comma 1, lettera g), del TUIR riferibili a ciascuna quota, risultanti dai rendiconti periodici, distribuiti in costanza di partecipazione, nonché sulla differenza positiva tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse. Stessa aliquota era applicata ai redditi derivanti dalla negoziazione delle quote dei fondi immobiliari delle disposizioni relative ai redditi diversi di natura finanziaria - in particolare dell'articolo 67, comma 1, lettera c-ter), del TUIR - per cui le relative plusvalenze sono soggette ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi con l'aliquota del 20 per cento<sup>50</sup>. Anche le eventuali perdite realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote sono riconducibili

---

<sup>50</sup>L'articolo 2, comma 6, del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148, ha uniformato al 20 per cento tutte le ritenute e le imposte sostitutive sui redditi di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria. Pertanto, a decorrere dal 1° gennaio 2012, anche sui redditi derivanti dalla negoziazione delle quote di fondi immobiliari l'aliquota di tassazione è stabilita nella misura del 20 per cento in luogo della previgente misura del 12,50 per cento

tra i redditi diversi di natura finanziaria ai sensi dell'articolo 67, comma 1-  
quater, del TUIR. Quest'ultima disposizione stabilisce, infatti, che i redditi  
diversi si originano anche per effetto del rimborso delle attività finanziarie  
indicate nell'articolo 67, comma 1, lettera c-ter), del TUIR (tra le quali sono  
comprese le quote di fondi comuni di investimento immobiliare) se non hanno  
costituito oggetto di cessione a titolo oneroso per tutta la durata dell'attività  
finanziaria in quanto sottoscritte all'emissione;

Infine, quanto ai soggetti esteri, vigeva un regime di non imponibilità, ai sensi  
dell'articolo 5, comma 5, del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461, dei  
redditi diversi di natura finanziaria di cui al punto precedente, percepiti da  
soggetti residenti in Stati o territori inclusi nella citata white list, nonché da enti  
od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi  
esecutivi in Italia, dagli investitori istituzionali esteri<sup>51</sup>, ancorché privi di  
soggettività tributaria, costituiti nei predetti Stati o territori e da banche centrali  
o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato<sup>52</sup>. Per i soggetti  
esteri diversi da quelli citati trovano applicazione i principi generali contenuti  
nell'articolo 23, comma 1, lettera f), del TUIR in base ai quali le plusvalenze  
derivanti dalla cessione a titolo oneroso di certificati di massa sono imponibili  
in Italia soltanto se tali certificati non sono negoziati in mercati regolamentati e  
se sono detenuti nel territorio dello Stato<sup>53</sup>.

Successivamente, con le disposizioni di cui al D.L. n. 269/2003 convertito dalla  
Legge n. 326/2003, è stata sancita l'abolizione dell'imposta sostitutiva dell'1%  
sul patrimonio del fondo comune d'investimento immobiliare italiano  
introdotta dal citato D.L. 351/2001. L'imposta patrimoniale dell'1% viene

---

<sup>51</sup>Si ricorda che per investitori istituzionali esteri si devono intendere gli enti che,  
indipendentemente dalla loro veste giuridica e dal trattamento tributario cui sono assoggettati  
i relativi redditi nel Paese in cui sono costituiti, hanno come oggetto della propria attività  
l'effettuazione e la gestione di investimenti per conto proprio o di terzi. A tal fine si rinvia a  
quanto precisato nella circolare 1° marzo 2002, n. 23/E

<sup>52</sup>Circolare n. 61/E del 2008

<sup>53</sup>Circolare dell'Agenzia delle Entrate n.2/E emessa il 15 febbraio 2012, pag. 3-4



abrogata e sostituita con l'introduzione di una ritenuta del 12,5% (a titolo di acconto o di imposta a seconda del fatto che le quote siano detenute o meno nell'esercizio dell'impresa) sui proventi distribuiti al partecipante - risultanti dai rendiconti periodici - e sulla differenza tra il valore del riscatto o liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o di acquisto delle stesse. La SGR anche in questo caso continua a fungere da sostituto d'imposta. Il passaggio dalla disciplina dell'imposta dell'1% a quella del 12,5% ha effetto dal 1 gennaio 2004 con l'abrogazione dei commi 2 e 3 dell'art.6 del D.L. 351/01<sup>54</sup> - il comma 11 dell'art.41-bis<sup>55</sup> specifica che rientrano in tale nuova normativa i proventi percepiti a partire dal 1 gennaio 2004 a condizione che si riferiscano a periodi di attività dei fondi iniziate dopo il 31 dicembre 2003, mentre i precedenti saranno sempre assoggettati alla disciplina di cui all'art.7 del D.L. 351/2001.

Proseguendo con l'exkursus normativo che ha delineato negli anni l'attuale struttura fiscale descritta in precedenza, è necessario riferirsi al D.L. 112/2008, che costituisce la prima norma volta a contrastare quei fondi immobiliari carenti dei requisiti di pluralità e diffusione tra gli investitori: viene reintrodotta l'imposta patrimoniale dell'1% sul valore netto di alcuni fondi, nello specifico in quei fondi a "ristretta base partecipativa" o c.d. "familiari". Contestualmente

---

<sup>54</sup>D.L. 351/2001 - Art.6. *"Regime tributario del fondo ai fini delle imposte sui redditi"*

1. [...]

2. Sull'ammontare del valore netto contabile del fondo, la società di gestione preleva annualmente un ammontare pari all'1 per cento a titolo di imposta sostitutiva. Il valore netto del fondo deve essere calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti periodici redatti ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), numero 3), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, tenendo anche conto dei mesi in cui il fondo non ha avuto alcun valore perché avviato o cessato in corso d'anno. Ai fini dell'applicazione della presente disposizione non concorre a formare il valore del patrimonio netto l'ammontare dell'imposta sostitutiva dovuta per il periodo d'imposta e accantonata nel passivo.

3. L'imposta sostitutiva di cui al comma 2 e' corrisposta entro il 28 febbraio dell'anno successivo. Per l'accertamento, la riscossione, le sanzioni e i rimborsi dell'imposta sostitutiva si applicano le disposizioni stabilite in materia di imposte sui redditi

<sup>55</sup>D.L. 326/2003 - Art. 41-bis. *"Altre disposizioni in materia tributaria"*

1.-10.[...]

11. Le disposizioni del comma 9 hanno effetto per i proventi percepiti a decorrere dal 1° gennaio 2004 sempre che riferiti a periodi di attività dei fondi che hanno inizio successivamente al 31 dicembre 2003

all'introduzione di tale nuova norma viene aumentata l'aliquota della ritenuta applicabile ai proventi percepiti dai partecipanti che passa dal 12,5% al 20%.

**Tabella 5: trattamento tributario del Fondo Immobiliare ante D.L. 78/2010**

Trattamento tributario del Fondo Immobiliare	
FONDI IMMOBILIARI	
<b>TRATTAMENTO DEI REDDITI</b>	1) Gli utili realizzati dai Fondi sono esenti dall'applicazione delle imposte sui redditi e dall'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) 2) Anche i redditi di capitale (interessi, plusvalenze, ecc) non sono sottoposti a tassazione
<b>TRATTAMENTO DELL'ACQUISTO DI IMMOBILI</b>	1) I beni acquistati dal Fondo sono considerati cespiti ammortizzabili e l'acquisto dà diritto alla detrazione dell'IVA (in capo alla SGR in quanto è quest'ultima a configurarsi come soggetto passivo d'imposta)
<b>TRATTAMENTO DEI CONFERIMENTI E DEGLI APPORTI</b>	1) L'apporto e/o il conferimento di una pluralità di immobili destinati alla locazione, effettuato da soggetti che esercitano l'attività di impresa, non sono soggetti all'IVA. L'imposta di registro, ipotecaria e catastale si applica nella misura fissa (complessivamente pari a € 504,00) 2) L'apporto e/o il conferimento di una pluralità di immobili destinati alla locazione, effettuato da soggetti che non esercitano attività di impresa, non sono soggetti all'IVA. L'imposta di registro si applica nella misura fissa (€ 168,00) mentre le imposte ipotecarie e catastali si applicano nella misura complessiva del 3% (ipotecaria del 2% e catastale dell'1%) 3) L'apporto e/o il conferimento diverso da una pluralità di immobili destinati alla locazione, prevede l'applicazione delle imposte ipotecarie e catastali ridotte della metà (ipotecaria del 2% e catastale dell'1%)
<b>IMPOSTA PATRIMONIALE</b>	Reintroduzione dell'imposta patrimoniale nella misura dell'1%, applicata sull'ammontare del valore netto dei fondi e prelevata dalla società di gestione. L'imposta patrimoniale si applica quando: 1) le quote del fondo siano detenute da meno 10 partecipanti, salvo che almeno il 50% delle stesse siano detenute da soggetti in regime di attività commerciali, da soggetti residenti in stati con i quali sono in vigore convenzioni per evitare la doppia imposizione dei redditi, fondi pensione, imprenditori individuali; 2) in ogni caso se il fondo è riservato o speculativo e più di 2/3 delle quote siano detenute da persone fisiche legate da rapporti di parentela o di affinità ovvero da società sulle quali le medesime persone fisiche detengono il controllo, ovvero detengono il diritto di partecipazione agli utili superiore al 50% e da trust di cui siano disponenti o beneficiari.

Fonte: Iacobelli T., 2009. *Fondi immobiliari e Siiq: strumenti di investimento immobiliare a regime fiscale agevolato*. Roma: Methorios Capital Spa. Pag. 18

Anche a seguito dell'entrata in vigore del D.L. 112/2008 le caratteristiche principali dei fondi comuni di investimento immobiliare rimangono immutate, quindi i fondi non sono soggetti alle imposte sui redditi e all'imposta regionale sulle attività produttive e che i redditi di capitale percepiti dal Fondo sono percepiti al lordo delle ritenute o delle imposte sostitutive applicabili in via ordinaria. Il Fondo rimane quindi un soggetto lordista e nel regime tributario novellato continuano a non trovare applicazione le ritenute sugli interessi dei conti correnti e depositi di pertinenza dei fondi e le ritenute o imposte sostitutive sui proventi di natura finanziaria conseguiti dai fondi. I beni che rappresentano il patrimonio del Fondo sono considerati beni ammortizzabili e gli acquisti di immobili danno diritto alla detrazione dell'IVA, come sempre in capo alla SGR che continua a configurarsi quale soggetto passivo di imposta. In

capo alla società di gestione resta la facoltà di poter chiedere il rimborso del credito IVA derivante dall'acquisto degli immobili, computare gli importi da rimborsare in compensazione delle altre imposte dovute e cedere il credito IVA ad un altro soggetto.

Nel caso di conferimento di una pluralità di immobili prevalentemente locati al momento dell'apporto, effettuato da soggetti che esercitano attività d'impresa, la cessione non è soggetta ad IVA in quanto è equiparata al conferimento di ramo d'azienda; sarà invece necessario corrispondere le imposte di registro, ipotecarie e catastali nella misura fissa fino a complessivi Euro 504. Qualora il conferimento della pluralità di immobili prevalentemente locati dovesse avvenire da parte di soggetti non esercitanti attività d'impresa, il conferimento rimane esente dall'IVA, l'imposta di registro si applicherà in misura fissa pari ad Euro 168 e le imposte ipotecarie e catastali si applicheranno nella misura complessiva del 3% (ipotecaria del 2% e catastale dell'1%). In caso di conferimenti diversi da quelli di pluralità di immobili prevalentemente locati, si applica la riduzione delle imposte ipotecarie e catastali. I beni immobili di pertinenza del Fondo sono soggetti all'ICI (4 - 7‰ a seconda della tipologia di immobile e del Comune in cui lo stesso è ubicato).

Come detto, con il decreto legge n. 112 del 25/06/2008 è stata reintrodotta l'imposta patrimoniale applicata nella misura dell'1% sull'ammontare del valore netto dei fondi e prelevata dalla società di gestione. Il valore netto del fondo deve essere calcolato come media annua dei valori risultanti dai prospetti contabili che le società di gestione del risparmio e le SICAV devono redigere periodicamente (almeno trimestralmente se si tratta di fondi quotati, almeno semestralmente se si tratta di fondi non quotati). Ai fini dell'applicazione della presente disposizione non concorre a formare il valore del patrimonio netto l'ammontare dell'imposta patrimoniale dovuta per il periodo d'imposta e accantonata nel passivo. Nel caso di fondi comuni avviati o cessati in corso d'anno, in luogo del patrimonio all'inizio dell'anno si assume il patrimonio alla data di avvio del fondo e in luogo del patrimonio alla fine dell'anno si assume il

patrimonio alla data di cessazione del fondo. L'imposta patrimoniale è dovuta qualora il fondo sia costituito con apporto di immobili, diritti reali immobiliari o partecipazioni in società immobiliari per la maggior parte del suo patrimonio, così come descritto dall'art. 12-bis del D. M. 122/1999, e nel caso si tratti di fondo immobiliare familiare. Con la parola "familiare" si intende un fondo comune chiuso e riservato di investimento immobiliare, la cui compagine partecipativa abbia almeno una delle seguenti caratteristiche: (i) le quote del fondo siano detenute da meno di 10 partecipanti, salvo che almeno il 50% delle stesse siano detenute da soggetti non residenti, fondi pensione, imprenditori individuali e soggetti che detengono partecipazioni in attività commerciali; e (ii) in ogni caso se il fondo è riservato o speculativo e più dei due terzi delle quote siano detenute complessivamente, nel corso del periodo d'imposta, al di fuori dell'esercizio d'impresa, da persone fisiche legate fra loro da rapporti di parentela, nonché da società ed enti di cui le persone fisiche medesime detengano il controllo, ovvero il diritto di partecipazione agli utili superiore al 50% e da trust di cui siano disponenti o beneficiari. Come verrà meglio descritto nel capitolo successivo, con l'introduzione dei D.L. 78/2010 e il successivo D.L. 70/2011, il legislatore ha inteso modificare in senso ancor più stringente tali soglie, al fine di ridurre il fenomeno molto diffuso del c.d. Fondo "familiare".

**Tabella 6: trattamento tributario dei partecipanti al Fondo Immobiliare ante D.L. 78/2010**

Trattamento tributario del Fondo Immobiliare	
Trattamento tributario dei partecipanti al Fondo Immobiliare	
TRATTAMENTO DEI REDDITI DISTRIBUITI AI PARTECIPANTI	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) I dividendi e le plusvalenze percepite dai partecipanti al Fondo, sono assoggettate alla ritenuta del 20%. Tale ritenuta è applicata: <ul style="list-style-type: none"> <li>- a titolo di acconto se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività di impresa commerciale;</li> <li>- a titolo di imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti</li> </ul> </li> <li>2) I dividendi percepiti dai fondi pensione e dagli OICR di diritto italiano non sono oggetto di applicazione dell'imposta</li> <li>3) I proventi percepiti dai proprietari delle quote residenti nei Paesi white listed, sono esenti</li> <li>4) I proventi percepiti dai proprietari delle quote residenti nei Paesi black listed sono colpiti dalla ritenuta del 20% a titolo definitivo</li> </ol>
TRATTAMENTO DELLE PLUSVALENZE DERIVANTI DAI CONFERIMENTI E DAGLI APPORTI	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Le plusvalenze derivanti da conferimento di immobili e diritti reali su immobili, a scelta del conferente possono essere assoggettati alle ordinarie regole di tassazione oppure ad imposta sostitutiva del 20%</li> <li>2) nessuna tassazione è dovuta nel caso di persone fisiche che possiedono l'immobile oggetto del conferimento da più di cinque anni.</li> </ol>
TRATTAMENTO DELLE PLUSVALENZE DA DIMISSIONE DELLE PARTECIPAZIONI	Vedere TRATTAMENTO DEI REDDITI DISTRIBUITI AI PARTECIPANTI

Fonte: Iacobelli T., 2009. *Fondi immobiliari e Siiq: strumenti di investimento immobiliare a regime fiscale*

Con il decreto legge del 30/09/2003 n. 269, convertito dalla legge 24/11/2003 n. 326, attraverso cui sono state apportate modifiche al precedente regime fiscale introdotto con decreto legge 351/01, è stata introdotta la tassazione in capo ai partecipanti al Fondo al momento della percezione dei proventi.

Con il decreto legge del 25/06/2008 n. 112 è stata innalzata l'aliquota percentuale applicata sui redditi da capitale da partecipazione proveniente da tutti i tipi di fondi comuni d'investimento immobiliari. In particolare, sui proventi distribuiti e riferibili a ciascuna quota (risultante dai rendiconti periodici redatti ai sensi del Testo Unico della Finanza e del Provvedimento Banca d'Italia dell'8 maggio 2012), nonché sulla plusvalenza derivante dalla differenza tra il valore di riscatto o liquidazione delle quote ed il costo di sottoscrizione o acquisto (documentato dal partecipante), è prevista l'applicazione di una ritenuta del 20%. La suddetta ritenuta è applicata ai partecipanti al fondo in qualità di soggetti passivi d'imposta ed è operata dalla società di gestione del fondo medesimo in quanto, quest'ultima, ha il contatto diretto con il sottoscrittore. Inoltre la ritenuta in argomento è a titolo di acconto o a titolo di imposta, a seconda della natura del soggetto che percepisce i proventi. In particolare, è a titolo di acconto se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di attività d'impresa commerciale<sup>56</sup>. La ritenuta è, invece, operata a titolo di imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti compresi quelli esenti o esclusi dall'applicazione delle imposte sul reddito delle società. A nessuno dei predetti soggetti spetterà alcun credito d'imposta; infatti, non avendo il fondo pagato l'imposta sostitutiva, non si verificano le condizioni per la doppia imposizione. Qualora i partecipanti del fondo immobiliare fossero fondi pensione o altri organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano, sui proventi derivanti dalla

---

<sup>56</sup>Imprenditori individuali, società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate, società ed enti indicati dall'art. 73, comma 1, lettera a) e b) del TUIR, stabili organizzazioni nel territorio dello Stato delle società e degli enti

partecipazione ai fondi immobiliari non troverà applicazione alcuna ritenuta. Tale agevolazione, che sussiste tuttora a seguito della riforma tributaria avvenuta in seguito dell'entrata in vigore dei decreti 78/2010 e 70/2011, è di estrema importanza per le dinamiche di mercato del fondo immobiliare stesso. Successivamente, nel sesto capitolo, verrà delineata la strategia di investimento del fondo pensione e, anche per tale aspetto, si dimostrerà come le esigenze di investimenti di quest'ultimo siano complementari con quelle del fondo immobiliare.

Le plusvalenze realizzate all'atto del conferimento di immobili e diritti reali su immobili possono essere assoggettate, a scelta del soggetto conferente, alle ordinarie regole di tassazione oppure ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con aliquota del 20%, rateizzabile in 5 anni. Nessuna tassazione è dovuta se non esistono i presupposti per la tassazione ordinaria, come nel caso, ad esempio, di persone fisiche che possiedono l'immobile oggetto del conferimento da più di cinque anni. L'imposizione sostitutiva suddetta trova applicazione a prescindere dalla natura del soggetto conferente e dalla circostanza che le plusvalenze siano realizzate nell'esercizio di un'attività d'impresa o da un soggetto non imprenditore. Gli immobili oggetto di conferimento non sono sottoposti all'obbligo di detenzione triennale da parte del conferitario. In particolare, anche qualora il fondo immobiliare proceda all'alienazione dell'immobile ricevuto tramite apporto prima della scadenza del termine triennale, lo stesso non è obbligato a corrispondere alcuna imposta sulla plusvalenza in quanto esso non è soggetto alle imposte sui redditi e all'IRAP con riferimento all'intera attività.

## CAPITOLO 4 - IL REGIME TRIBUTARIO DEI FONDI IMMOBILIARI EX ART.32 DEL D.L. 78/2010

La restrizione riguardante la pluralità degli investitori introdotta dall'appena citato D.L. 112/2008 non è risultata sufficiente a contenere il fenomeno dei fondi familiari, così nel 2010 è stato emanato il Decreto Legge n. 78. Il Decreto Legge n. 78 del 31 maggio 2010, contenente "Misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 125 del 31 maggio 2010, Supplemento Ordinario n. 114/L, e convertito con modificazioni dalla Legge n. 122 del 30 luglio 2010, ha introdotto, con l'art. 32, rubricato "Riorganizzazione della disciplina fiscale dei fondi immobiliari chiusi", sostanziali modifiche al regime legale e tributario dei fondi comuni di investimento immobiliare. Tale decreto riformula la nozione di fondo comune d'investimento prevedendo la necessità dei requisiti di pluralità e diffusione degli investitori nonché di autonomia della gestione del fondo da interferenze dei partecipanti. In sostanza, la norma, mutando ed integrando la nozione civilistica di fondo comune di investimento, rimarca la necessità della sussistenza, in capo allo stesso, dei requisiti di pluralità e diffusione degli investitori, nonché di autonomia della gestione da forme di interferenza da parte di questi ultimi, oltre a precisare la necessità che la gestione del Fondo venga condotta dalla SGR sulla base di una predeterminata politica di investimento.

Tra i numerosi interventi avvenuti sul trattamento tributario dei fondi comuni d'investimento derivanti dall'approvazione di tale decreto, uno in particolare

sembrava avere un impatto enorme sul mondo delle SGR e sull'esistenza dei fondi comuni stessi. Infatti, in ottemperanza al decreto, le SGR avrebbero dovuto adeguare i fondi ai requisiti di pluralità degli investitori e autonomia dalla gestione previsti, ovvero deliberare la liquidazione dei fondi entro 30 giorni dall'emanazione del decreto attuativo (Barbagelata e Piazza, 2011). Le nuove previsioni rinviavano, in ogni caso, ad un apposito decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze da emanarsi entro 30 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del Decreto (31 luglio 2010), e, quindi, entro il 30 agosto 2010, per la concreta individuazione dei parametri attraverso i quali doveva essere verificata la sussistenza dei requisiti di diffusione degli investitori ed autonomia della gestione, nonché per l'esatta identificazione delle forme e delle modalità di predeterminazione della politica di investimento. Come si vedrà nel seguito, l'obbligo di emanazione di tale decreto attuativo è stato soppresso dall'art. 8, comma 9, del D.L. 70/2011.

Ai sensi dell'art. 37 del D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) il Ministero dell'Economia e delle Finanze, con decreto ministeriale del 24 maggio 1999, n. 228, ha adottato il regolamento concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni d'investimento. Successivamente, l'art. 32 del D.L. 78/2010, con l'obiettivo di circoscrivere l'applicazione dell'attuale regime fiscale ai soli fondi che gestiscono risparmio diffuso nonché a quelli diretti a realizzare attività d'interesse pubblico, ha modificato alcuni articoli del Testo Unico della Finanza.

L'art. 32 del D.L. 78/2010 riscrive la definizione di Fondo Comune di Investimento contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. j, del D.Lgs 58/1998, variando i requisiti necessari in caso di istituzione del Fondo da parte della SGR, ossia il patrimonio autonomo del Fondo deve essere raccolto mediante una o più emissioni di quote tra una pluralità d'investitori; la gestione del patrimonio deve avvenire nell'interesse dei partecipanti ed in autonomia dagli stessi e il patrimonio autonomo rispetto a quello della SGR e a quello di ciascun



partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima SGR. Vengono poi modificati gli articoli 36, comma 6, e 37, comma 2, lett. b-bis per chiarire il regime di responsabilità dei fondi comuni d'investimento e per eliminare il potere della Banca d'Italia di disciplinare e approvare il contenuto minimo del regolamento dei fondi destinati ad investitori qualificati.

*Art. 36, comma 6: “Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti” .*

*Art. 37, comma 2, lettera b-bis): “i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori; a tali fondi non si applicano gli articoli 36, comma 3, ultimo periodo, e 39, comma 3, nonché, nel caso di strutture master feeder o di operazioni di fusioni, il capo III-bis e il capo III-ter; nel caso dei fondi previsti alla lettera d-bis) del comma 1 dovrà comunque prevedersi che gli stessi possano assumere prestiti sino a un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni nonché che possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni medesimi” .*

L'art. 32 del D.L. 78/2010 ha introdotto anche una serie di significative modifiche alla disciplina fiscale dei fondi comuni d'investimento chiusi, volte a

contrastare l'utilizzo di fondi a ristretta base partecipativa e dei fondi familiari finalizzati al godimento dei benefici fiscali previsti dal precedente D.L. 351/2001. La nuova definizione di fondo comune d'investimento e le disposizioni di cui agli commi 3, 4 e 5 dell'art. 32 del D.L. 78/2010, hanno impatto sui fondi comuni d'investimento immobiliari istituiti entro la data del 31 maggio 2010 (poi divenuta 31 dicembre 2010 a seguito delle modificazioni intercorse con l'approvazione del D.L. 70/2011) che non risultano in linea con le nuove disposizioni civilistiche, prevedendo l'adeguamento alle nuove disposizioni tramite l'assolvimento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5% del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2009 (poi divenuto 31 dicembre 2010 a seguito delle modificazioni intercorse con l'approvazione del D.L. 70/2011), da versare in tre rate pari al 40%, 30% e 30% con scadenza 31 marzo 2011, 2012 e 2013 (poi divenute 31 marzo 2012, 2013 e 2014 a seguito delle modificazioni intercorse con l'approvazione del D.L. 70/2011). In mancanza di adeguamento, la norma ha previsto la messa in liquidazione del fondo, con assolvimento di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 7% del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2009 (poi divenuto 31 dicembre 2010), da versare con gli stessi termini sopra indicati, e, in aggiunta, sui risultati conseguiti fino a conclusione della liquidazione, un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con aliquota del 7% da versare entro il 16 del mese di febbraio dell'anno solare successivo a ciascun anno di durata della liquidazione (Busani, 2011).

L'articolo 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70, convertito, con modificazioni, dalla legge 12 luglio 2011, n. 106, con l'abrogazione della disposizione prevista al comma 2 dell'art. 32 del D.L. 78/2010, che prevedeva l'emanazione del regolamento ministeriale che doveva declinare i concetti di pluralità e autonomia, è stata abbandonata la strada della previsione di un numero minimo di partecipanti ai fondi. Il regime fiscale del fondo non è

pregiudicato dalla presenza di un solo partecipante purché esso sia ritenuto dal legislatore come portatore di interessi di una pluralità<sup>57</sup>. Il citato decreto ha modificato inoltre il comma 3 dell'art. 32 del D.L. 78/2010 introducendo un elenco di soggetti per i quali le disposizioni previste dalla presente riforma non trovano applicazione e per i quali rimangono valide le disposizioni degli articoli 6 (*Regime tributario del fondo ai fini delle imposte sui redditi*), 8 (*Regime tributario del fondo ai fini IVA*) e 9 (*Disposizioni di coordinamento*) del D.L. n. 351/2001, descritte nello specifico nel capitolo precedente. Dette previsioni trovano quindi applicazione per i fondi partecipati esclusivamente da uno o più dei seguenti soggetti (art. 32, comma 3, D.L. 78/2010) cosiddetti dal legislatore “fondi istituzionali”<sup>58</sup>: (i) intermediari e operatori finanziari assoggettati a vigilanza (imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche, intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale); (ii) soggetti che raccolgono il risparmio tra una pluralità di investitori (organismi di investimento collettivo del risparmio, forme di previdenza complementare nonché enti di previdenza obbligatoria); (iii) soggetti intrinsecamente portatori di interessi collettivi (Stato o enti pubblici, enti privati no profit e società mutualistiche); (iv) i veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti di cui sopra; (v) i soggetti di cui sopra, non residenti a condizione che siano costituiti in paesi *white list* che consentono uno scambio di informazioni finalizzato ad individuare i beneficiari effettivi del reddito o del risultato della gestione.

Individuati per differenza i fondi diversi da quelli istituzionali, la cui compagine societaria risulta differentemente composta da quella appena descritta, si delineano nel seguito le disposizioni previste dal D.L. 70/2011 per tale seconda categoria di fondi, alcune delle quali confermano ciò che era stato

---

<sup>57</sup>Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 137/E del 4 ottobre 2005

<sup>58</sup>Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 2/E del 14 febbraio 2012, pag. 12

introdotto dal D.L. 78/2010. Tali novazioni risultano quindi non valide per i soggetti detentori di una quota di partecipazione al fondo inferiore alla soglia del 5 per cento e per i soggetti esclusi identificati al paragrafo precedente.

Le rilevanti modifiche al regime fiscale dei fondi comuni di investimento immobiliari contenuto nell'art. 32 del D.L. 78/2010 possono essere ricondotte, con particolare riferimento all'imposizione: (i) in capo ai partecipanti ad un fondo immobiliare, nonché (ii) in capo ai fondi partecipati da determinate tipologia di quotisti. In particolare, sulla base del D.L. 70/2011, rispetto all'originaria formulazione dell'art. 32 del D.L. 78/2010, risultano introdotte le seguenti novità, riassunte in breve e poi delineate nello specifico.

Viene previsto, al comma 3-bis, un regime di tassazione per trasparenza, a decorrere dall'anno 2011, che determina il concorso dei redditi conseguiti - rilevati nei rendiconti di gestione - dal Fondo immobiliare alla formazione del reddito complessivo di ciascun partecipante, proporzionalmente alla quota di partecipazione detenuta dallo stesso, prescindendo dall'effettiva percezione dei proventi. Tale regime risulta applicabile a tutti i quotisti del Fondo che detengano una partecipazione superiore al 5 per cento, ad eccezione dei soggetti esclusi di cui al comma 3 dell'art. 32 già discussi nel capitolo 1 a cui si rimanda. Si accenna che la percentuale di partecipazione è determinata computando anche le quote detenute direttamente o indirettamente per il tramite di società controllate - ai sensi dell'art. 2359 c.c. -, di società fiduciarie o per interposta persona e le quote imputate al coniuge, ai parenti entro il secondo grado e gli affini entro il secondo grado, ossia i soggetti considerati quali "familiari". Pertanto, con riferimento ai soggetti esclusi, e a quelli che detengano quote di partecipazione inferiori al 5% viene mantenuto il previgente regime fiscale. Sui redditi imputati per "trasparenza" ai soggetti residenti, pertanto, non è più prevista l'applicazione della ritenuta del 20%. Tuttavia, quest'ultima trova applicazione, in ogni caso, per i soggetti non residenti in

Italia, secondo le disposizione di cui all'art. 7 del D.L. 351/2001.

Per alcuni soggetti, tra cui le persone fisiche, ex comma 4 dell'art. 32, l'eventuale plusvalenza da cessione di quote del Fondo viene assoggettata al medesimo regime applicabile alla cessione di quote di partecipazione qualificate, in società ed enti di cui all'art. 5 del TUIR (D.P.R. 917/1986). Trattasi pertanto di realizzazione di redditi diversi ex art. 67 comma 1, lett. c) così come determinati in base all'art. 68 comma 3. In sostanza, la tassazione avverrà con aliquota marginale del soggette percipiente su una base imponibile pari al 49,72% della plusvalenza effettivamente realizzata.

Con riferimento agli anni anteriori al 2011, ex comma 4-bis dell'art. 32, i soggetti diversi dai soggetti esclusi ex comma 3, che al 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al Fondo superiore al 5%, - qualora non venga deliberata la liquidazione del Fondo - sono assoggettati ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5%, da calcolarsi sul valore medio delle quote possedute così come risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010. L'imposta del 5% è versata dal percipiente con la modalità ed i termini previsti per il versamento delle imposte a saldo nella dichiarazione dei redditi relativa all'anno 2011 ovvero alternativamente, dalla SGR o dall'intermediario presso il quale le quote sono depositate. Sulle modalità di calcolo del valore medio delle quote, si rinvia al successivo capitolo quinto dove si esplicano i contenuti sostanziali emanati dall'Agenzia delle Entrate con la circolare n.2/E del 14 febbraio 2012.

Entro il 31 dicembre 2011, viene prevista la possibilità di deliberare, ex comma 5 dell'art. 32, da parte della SGR e previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, la liquidazione dei fondi nei quali, alla data del 31 dicembre 2010, almeno un partecipante (ad eccezione dei soggetti esclusi ex comma 3) deteneva una quota di partecipazione superiore al 5%; in tal caso, la SGR applica

un'imposta sostitutiva pari al 7% del NAV al 31 dicembre 2010. La liquidazione dovrà essere conclusa nel termine di 5 anni e sui risultati di liquidazione eventualmente prodotti, a far data dal 1° gennaio 2011, risulta dovuta annualmente un'imposta sostitutiva del 7%. In tale caso non trovano applicazione l'imposta sostitutiva del 5% e la tassazione per trasparenza.

Con riferimento ai proventi imputati a soggetti non residenti (sia persone fisiche, che persone giuridiche), non essendo possibile applicare la tassazione per trasparenza, l'imposizione degli stessi avverrà solo all'atto dell'effettiva distribuzione di proventi (viene pertanto mantenuto il c.d. tax deferral) ex comma 4 dell'art. 32. In particolare, ai soggetti aventi partecipazione superiore al 5% e non rientranti nei c.d. soggetti esclusi, si applica, in ogni caso, una ritenuta del 20%; per quanto riguarda i soggetti aventi partecipazioni inferiori al 5% è prevista l'applicazione della ritenuta del 20%, oppure la minore ritenuta convenzionale, se applicabile. Ai fini dell'applicazione della ritenuta convenzionale si fa riferimento nel seguito alla trattazione specifica in materia di partecipanti esteri.

Ai fondi che non sono partecipati esclusivamente dagli investitori elencati nel comma 3, dell'articolo 32 del decreto e che, per questo motivo, non possono essere definiti "fondi istituzionali", rimane applicabile, in presenza dei requisiti civilistici in precedenza richiamati, il regime proprio del fondo sia ai fini delle imposte dirette che di quelle indirette, ex D.L. 351/2001.

Art. 32, comma 3-bis

*"Ferma restando l'applicazione degli articoli 6, 8 e 9 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, ai fondi diversi da quelli di cui al comma 3, i redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione sono imputati per trasparenza ai partecipanti, diversi dai soggetti indicati nel comma 3, che possiedono quote di partecipazione in misura superiore al 5*

*per cento del patrimonio del fondo. La percentuale di partecipazione al fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo, in proporzione alle quote di partecipazione da essi detenute. Ai fini della verifica della percentuale di partecipazione nel fondo si tiene conto delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tiene altresì conto delle partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del Testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Il partecipante è tenuto ad attestare alla società di gestione del risparmio la percentuale di possesso di quote di partecipazioni detenute ai sensi del presente comma. Per i soggetti che possiedono quote di partecipazione in misura non superiore al 5 per cento, individuate con i criteri di cui al presente comma, nonché per i soggetti elencati nel comma 3, resta fermo il regime di imposizione dei proventi di cui all'articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351 convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410."*

Per gli investitori non istituzionali residenti in Italia che detengono una partecipazione superiore al 5 per cento del patrimonio dei fondi non istituzionali, il citato comma 3-bis prevede che i redditi conseguiti dal fondo immobiliare, ancorché non percepiti, siano imputati per trasparenza ai suddetti partecipanti in proporzione alle loro quote di partecipazione. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante. Tale regime si applica ai proventi rilevati nei rendiconti di gestione, a partire da quello relativo al 31 dicembre 2011. E' inoltre previsto che, ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al fondo che rende "rilevante" la quota, si tenga conto sia delle partecipazioni detenute direttamente che di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. Il controllo societario è individuato ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice

civile<sup>59</sup> anche per le partecipazioni possedute da soggetti diversi dalle società. Si tengono inoltre in considerazione le partecipazioni imputate ai familiari indicati nell'articolo 5, comma 5, del TUIR<sup>60</sup>.

Il partecipante è tenuto ad attestare alla SGR ovvero all'intermediario depositario la sussistenza di eventuali quote detenute indirettamente o imputabili ai familiari. La percentuale di partecipazione al fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo. I redditi imputati per trasparenza rientrano nella categoria dei redditi di capitale di cui all'articolo 44, comma 1, lettera g), del TUIR, in quanto in ogni caso derivanti dalla partecipazione ad un organismo di investimento collettivo del risparmio. Essi sono determinati escludendo dal risultato della gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati. Tuttavia, nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione dei beni cui le predette plusvalenze/minusvalenze da valutazione si riferiscono, l'intera plusvalenza/minusvalenza realizzata confrontando il corrispettivo di cessione con il costo storico di acquisto concorre a formare il reddito del partecipante per la quota ad esso riferibile in ragione della misura della sua partecipazione al fondo. Il costo di sottoscrizione o acquisto delle quote è riconosciuto fino a concorrenza dei valori che hanno contribuito alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva ed eventuali

---

<sup>59</sup> Art. 2359 - *Società controllate e società collegate.*

Sono considerate società controllate:

- 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi.

[...]

<sup>60</sup> Art. 5 - *Redditi prodotti in forma associata.*

[...]

5. Si intendono per familiari, ai fini delle imposte sui redditi, il coniuge, i parenti entro il terzo grado e gli affini entro il secondo grado.



minusvalenze realizzate non sono fiscalmente rilevanti. Si determina, pertanto, l'effetto di rivalutare il costo di sottoscrizione o acquisto della partecipazione sia agli effetti della determinazione delle plusvalenze da realizzare sia agli effetti dell'applicazione della ritenuta in occasione della liquidazione della quota alla scadenza del fondo.

Art. 32, comma 4

*“I redditi dei fondi imputati ai sensi del comma 3-bis concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla sua quota di partecipazione. I medesimi redditi, se conseguiti da soggetti non residenti, sono soggetti in ogni caso ad una ritenuta a titolo d'imposta del 20 per cento, con le modalità di cui all'articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, al momento della loro corresponsione. In caso di cessione, le quote di partecipazione indicate nel comma 3-bis sono assimilate alle quote di partecipazione in società ed enti commerciali indicati nell'articolo 5 del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Ai fini della determinazione dei redditi diversi di natura finanziaria si applicano le disposizioni dell'articolo 68, comma 3, del citato testo unico. In caso di cessione, il costo è aumentato o diminuito, rispettivamente, dei redditi e delle perdite imputati ai partecipanti ed è altresì diminuito, fino a concorrenza dei risultati di gestione imputati, dei proventi distribuiti ai partecipanti. Relativamente ai redditi imputati ai soggetti residenti ai sensi del presente comma non si applica la ritenuta di cui all'articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351 convertito con modificazioni nella legge 23 novembre 2001, n. 351.”*

In merito al regime fiscale applicabile ai soggetti non residenti, si evidenzia che attraverso le nuove disposizioni viene notevolmente ridotto l'ambito di esenzione dall'applicazione della ritenuta del 20%. Non sono infatti assoggettati ad imposizione (e pertanto su di essi non viene applicata la ritenuta) i proventi distribuiti da fondi immobiliari italiani ai seguenti soggetti: (i) fondi pensione e

organismi di investimento collettivo del risparmio esteri, sempre ch e istituiti in Stati o territori inclusi nella white list (D.M. emanato ai sensi dell'articolo 168 bis TUIR di cui al DPR n. 917/1986). Si tratta di soggetti che presentano, al di l  della loro forma, una sostanza giuridica corrispondente a quella degli omologhi organismi italiani. Si deve far riferimento alla normativa dello Stato estero in cui sono costituiti e all'assimilabilit  delle finalit  d'investimento a quelle degli analoghi soggetti italiani. Tali soggetti devono essere sottoposti a vigilanza (sul fondo o sul gestore); (ii) enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia (a prescindere dal fatto che siano o meno residenti o istituiti in paesi white list); (iii) banche centrali od organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato (a prescindere dal fatto che siano o meno residenti o istituiti in paesi white list).

I proventi derivanti dalla cessione di quote di partecipazione sono assimilati ai proventi derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate in societ  di persone. La plusvalenza realizzata da un soggetto non esercente attivit  d'impresa non sar  pertanto tassata con l'imposta sostitutiva del 20% ma concorrer  a formare il reddito per il 49,72%. Per evitare fenomeni di doppia imposizione sui redditi del fondo gi  tassati per trasparenza, il costo della partecipazione   aumentato dei redditi imputati per trasparenza ai partecipanti. Per coloro che esercitano attivit  d'impresa, rilevano eventuali perdite imputate al fondo e il costo della partecipazione   aumentato o diminuito dei redditi e delle perdite imputati per trasparenza.

Per quanto attiene il regime tributario dei partecipanti residenti o soggetti esteri aventi stabile organizzazione in Italia, l'imposizione   in capo agli stessi. E' prevista l'applicazione di una ritenuta del 20% - a titolo di acconto o di imposta, a seconda del fatto che le quote siano detenute o meno nell'esercizio d'impresa, prelevata dalla SGR (sostituto d'imposta): sui proventi distribuiti al partecipante e risultanti dai rendiconti periodici (relazione semestrale e rendiconto annuale) o sulla differenza tra il valore di riscatto o liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o di acquisto delle stesse.

La ritenuta è a titolo di acconto per le partecipazioni detenute nell'esercizio dell'attività d'impresa da imprenditori individuali, SNC, SAS, SPA, SAPA, SRL, società cooperative, società di mutua assicurazione, enti pubblici e privati diversi dalle società aventi per oggetto l'esercizio di attività commerciali e stabili organizzazioni di società ed enti di ogni tipo, con o senza personalità giuridica.

La ritenuta è a titolo d'imposta per le partecipazioni assunte al di fuori dell'attività d'impresa da residenti (persone fisiche, enti non commerciali, società semplici, associazioni e società equiparate alle società semplici), dai soggetti esenti o esclusi dall'applicazione dell'imposta sul reddito delle società e dai non residenti, appartenenti a stati che non assicurano un adeguato scambio di informazioni con l'Italia.

Le eventuali perdite realizzate con il riscatto o la liquidazione delle quote sono riconducibili tra i redditi diversi di natura finanziaria con la conseguente possibilità di deduzione. La ritenuta non si applica ai fondi pensione e agli OICR che sono esenti all'origine e a loro volta «lordisti» rispetto a proventi percepiti da fondi immobiliari.

In relazione alle plusvalenze, c.d. capital gains, o alle minusvalenze eventualmente realizzate con la negoziazione delle quote di fondi d'investimento immobiliari non sono previste specifiche norme relativamente alla tassazione. Si applica, pertanto, il regime ordinario che prevede l'individuazione di redditi diversi di natura finanziaria. Per i soggetti non titolari di redditi di impresa, si applica l'imposta sostitutiva del 20% alla quale è possibile dedurre le minusvalenze e, a scelta del singolo partecipanti si può optare per il regime della dichiarazione, del risparmio amministrato e del risparmio gestito di cui agli artt. 5, 6 e 7, D. lgs n. 461/1997. Per i soggetti che esercitano invece attività di impresa commerciale, il corrispettivo ricevuto concorre direttamente alla formazione del reddito imponibile. Il regime della participation exemption non è applicabile alle plusvalenze derivanti in caso di quote di fondi immobiliari o di partecipazioni in società immobiliari.

Con la riforma dei redditi di natura finanziaria (art. 2, comma 6, del D.L. n. 138/2011) viene meno la discriminazione che esisteva tra i fondi immobiliari italiani e quelli esteri. I proventi di quelli esteri, essendo equiparati a titoli atipici, erano precedentemente tassati al 20%, ora la riforma ha portato la tassazione delle plusvalenze emerse in caso di cessione di quota dal 12,5% al 20% per entrambe le tipologie di fondi.

Art. 32, comma 4-bis

*“I partecipanti, diversi da quelli indicati nel comma 3, che alla data del 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5 per cento, determinata con i criteri di cui al comma 3-bis, sono tenuti a corrispondere un’imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5 per cento del valore medio delle quote possedute nel periodo d’imposta risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d’imposta 2010. Il costo di sottoscrizione o di acquisto delle quote è riconosciuto fino a concorrenza dei valori che hanno concorso alla formazione della base imponibile per l’applicazione dell’imposta sostitutiva. Eventuali minusvalenze realizzate non sono fiscalmente rilevanti. L’imposta è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d’imposta 2011. L’imposta può essere versata a cura della società di gestione del risparmio o dell’intermediario depositario delle quote in due rate di pari importo, rispettivamente, entro il 16 dicembre 2011 ed entro il 16 giugno 2012. A tal fine il partecipante è tenuto a fornire la provvista. In mancanza, la società di gestione del risparmio può effettuare la liquidazione parziale della quota per l’ammontare necessario al versamento dell’imposta.”*

Art. 32, comma 5-bis

*“Nell’ipotesi indicata nel comma 5 non si applica la ritenuta di cui all’articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, e successive modificazioni e i proventi non sono imponibili fino a concorrenza dell’ammontare assoggettato all’imposta sostitutiva di cui al comma 5, secondo periodo.*

*Il costo di sottoscrizione o di acquisto delle quote è riconosciuto fino a concorrenza dei*

*valori che hanno concorso alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva. Eventuali minusvalenze realizzate non sono fiscalmente rilevanti."*

L'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 5% di cui al comma 4-bis dell'articolo 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n.78 è dovuta dai soggetti, diversi da quelli elencati nel comma 3 del medesimo articolo, che detenevano alla data del 31 dicembre 2010 una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%. L'imposta è dovuta anche dai soggetti che alla data del 31 dicembre 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5% e che successivamente a tale data l'hanno ceduta in tutta o in parte. L'imposta sostitutiva non è dovuta nell'ipotesi in cui il fondo sia di nuova istituzione e alla data del 31 dicembre 2010 non era ancora operativo. L'imposta è calcolata sul valore medio delle quote possedute nel periodo d'imposta 2010 risultante dalla relazione semestrale, il rendiconto annuale e dagli eventuali prospetti periodici di distribuzione relativi al predetto periodo d'imposta.

Il valore fiscale riconosciuto delle quote è pari al costo di sottoscrizione o di acquisto o, se maggiore, al valore che ha concorso alla formazione della base imponibile dell'imposta sostitutiva. Eventuali minusvalenze, derivanti dalla cessione delle quote e determinate con riferimento a detto valore fiscale riconosciuto, sono fiscalmente irrilevanti.

I proventi maturati fino al 31/12/2010 e corrisposti nei periodi d'imposta successivi non sono assoggettabili a tassazione fino a concorrenza dell'ammontare che ha contribuito a determinare la base imponibile dell'imposta sostitutiva del 5%.

Per i partecipanti che non esercitano attività d'impresa un eventuale risultato negativo è irrilevante.

Art. 32, comma 7

*"Il comma 3 dell' articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, è sostituito dai seguenti:*

*«3. La ritenuta non si applica sui proventi percepiti da fondi pensione e organismi di investimento collettivo del risparmio esteri, sempreché istituiti in Stati o territori inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell' articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, nonché su quelli percepiti da enti od organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato.*

*3-bis. Per i proventi di cui al comma 1 spettanti a soggetti residenti in Stati con i quali siano in vigore convenzioni per evitare la doppia imposizione sul reddito, ai fini dell'applicazione della ritenuta nella misura prevista dalla convenzione, i sostituti d'imposta di cui ai commi precedenti acquisiscono:*

*a) una dichiarazione del soggetto non residente effettivo beneficiario dei proventi, dalla quale risultino i dati identificativi del soggetto medesimo, la sussistenza di tutte le condizioni alle quali è subordinata l'applicazione del regime convenzionale, e gli eventuali elementi necessari a determinare la misura dell'aliquota applicabile ai sensi della convenzione;*

*b) un'attestazione dell'autorità fiscale competente dello Stato ove l'effettivo beneficiario dei proventi ha la residenza, dalla quale risulti la residenza nello Stato medesimo ai sensi della convenzione. L'attestazione produce effetti fino al 31 marzo dell'anno successivo a quello di presentazione»."*

**Art. 32, comma 7-bis**

*"Le disposizioni di cui al comma 7 hanno effetto per i proventi percepiti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto sempre che riferiti a periodi di attività dei fondi che hanno inizio successivamente al 31 dicembre 2009. Per i proventi percepiti a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e riferiti a periodi di attività del fondo chiusi fino al 31 dicembre 2009, continuano ad applicarsi le disposizioni dell'articolo 7 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, nel testo in vigore alla predetta data."*

In caso di proventi percepiti da soggetti che risiedono in Stati con i quali sono in vigore convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito è stata prevista

una procedura semplificata per l'applicazione diretta da parte dei sostituti d'imposta della ritenuta nella misura convenzionale<sup>61</sup> (generalmente 10% o 15%). Per applicare la minore aliquota convenzionale<sup>62</sup>, i sostituti d'imposta devono acquisire la dichiarazione del soggetto non residente beneficiario effettivo dei proventi, dalla quale risultino i dati identificativi del medesimo, la sussistenza di tutte le condizioni alle quali è subordinata l'applicazione del regime convenzionale e gli eventuali elementi necessari per determinare la misura dell'aliquota applicabile ai sensi della convenzione ed un'Attestazione dell'Autorità fiscale competente dello Stato ove il beneficiario effettivo dei proventi ha la residenza, dalla quale risulti la residenza nello Stato medesimo ai sensi della convenzione che, come espressamente disposto dalla norma, produce effetti fino al 31 marzo dell'anno successivo a quello di presentazione. In tutti gli altri casi, sui proventi percepiti dai soggetti non residenti verrà applicata una ritenuta pari al 20%. Pertanto, l'esenzione è applicabile a quegli organismi di diritto estero che, indipendentemente dalla loro forma giuridica, presentino le stesse finalità di investimento dei fondi pensione e degli OICR italiani (Assegnati e Brustia, 2012).

Art. 32, comma 5

*“Previa deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, per i fondi che alla data del 31 dicembre 2010 presentavano un assetto partecipativo diverso da quello indicato nel comma 3 e nei quali almeno un partecipante deteneva quote per un ammontare superiore alla percentuale indicata nel comma 3-bis, la società di gestione del risparmio può altresì deliberare entro il 31 dicembre 2011 la liquidazione del fondo comune d'investimento. In tal caso la società di gestione del risparmio preleva, a titolo di imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, un ammontare pari al 7 per cento del valore netto del fondo risultante dal prospetto redatto al 31 dicembre 2010. L'imposta è versata dalla società di gestione del risparmio nella misura del 40 per cento entro il 31*

---

<sup>61</sup>Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 11/E del 2011

<sup>62</sup>Si fa rinvio all'art. 11 della Convenzione conforme al modello OCSE relativo alla tassazione degli interessi

*marzo 2012 e, per la restante parte, in due rate di pari importo da versarsi, la prima entro il 31 marzo 2013 e la seconda entro il 31 marzo 2014. La liquidazione deve essere conclusa nel termine massimo di cinque anni. Sui risultati conseguiti dal 1° gennaio 2011 e fino alla conclusione della liquidazione la società di gestione del risparmio applica un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP nella misura del 7 per cento. Non si applicano le disposizioni dei commi 3-bis e 4-bis. L'imposta sostitutiva è versata dalla società di gestione del risparmio entro il 16 febbraio dell'anno successivo rispetto a ciascun anno di durata della liquidazione."*

**Art. 5, comma 5-ter**

*Gli atti di liquidazione del patrimonio immobiliare sono soggetti alle imposte fisse di registro, ipotecaria e catastale.*

**Art.5, comma 5-quater**

*Alle cessioni di immobili effettuate nella fase di liquidazione di cui al comma 5 si applica l' articolo 17, quinto comma, del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633. L'efficacia della disposizione di cui al periodo precedente è subordinata alla preventiva approvazione da parte del Consiglio dell'Unione europea ai sensi dell'articolo 395 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006. Ai conferimenti in società di pluralità di immobili, effettuati nella fase di liquidazione di cui al comma 5, si applica l' articolo 2, terzo comma, lettera b), del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633. I predetti conferimenti si considerano compresi, agli effetti delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, fra gli atti previsti nell' articolo 4, comma 1, lettera a), numero 3), della tariffa, parte I, allegata al testo unico delle disposizioni concernenti l'imposta di registro di cui al decreto del Presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131, nell' articolo 10, comma 2, del testo unico delle disposizioni concernenti le imposte ipotecaria e catastale di cui al decreto legislativo 31 ottobre 1990, n. 347, e nell'articolo 4 della tariffa allegata al medesimo decreto legislativo n. 347 del 1990. Le cessioni di azioni o quote effettuate nella fase di liquidazione di cui al comma 5 si considerano, ai fini dell' articolo 19-bis, comma 2, del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, operazioni che non formano oggetto dell'attività propria del soggetto passivo.*

Il Decreto, nel testo normativo convertito in legge, prevedeva, e prevede



tutt'ora anche a seguito delle modifiche post D.L. 70/2011, l'introduzione di una serie di disposizioni volte a disciplinare, da un punto di vista fiscale, gli atti di liquidazione del patrimonio dei fondi.

Le previsioni del D.L. 70/2011 introducono la facoltà per le SGR di deliberare entro il 31 dicembre 2011 e previa decisione dell'assemblea dei partecipanti, la liquidazione anticipata di quei fondi nei quali, alla data del 31 dicembre 2010, almeno un partecipante diverso dai soggetti esclusi deteneva una quota di partecipazione maggiore del 5 per cento. In tali casi la SGR deve procedere a prelevare, a titolo d'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, un ammontare pari al 7% del NAV risultante dal prospetto contabile al 31 dicembre 2010. Il regime di liquidazione previsto deve concludersi nel termine di 5 anni e in questo lasso temporale, sui risultati di liquidazione eventualmente risultanti a partire dall'1 gennaio 2011, la SGR deve applicare annualmente un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP del 7%. In tali casi non si applica l'imposta sostitutiva del 5% e la tassazione per la trasparenza, quindi sui proventi erogati ai partecipanti fino alla chiusura della liquidazione non si applica la ritenuta del 20% fino a concorrenza dell'ammontare assoggettato a tassazione in capo al fondo. L'imposta sostitutiva del 7% del valore netto risultante dal prospetto al 31 dicembre 2010 deve essere versata dalla SGR nella misura del 40% entro il 31 marzo 2012, il 30% entro il 31 marzo 2013 e il restante 30% entro il 31 marzo del 2014.

Il comma 5-bis dell'art. 32 del Decreto Legge (comma invariato post D.L. 70/2011) prevede, di fatto, il riconoscimento fiscale dei valori assoggettati ad imposizione sostitutiva di cui ai punti precedenti; la norma dispone infatti, da un lato, il non assoggettamento alla ritenuta del 20%, ex art. 7 del D.L. n. 351/2001, delle distribuzioni ai quotisti sino a concorrenza dell'ammontare assoggettato ad imposizione sostitutiva e, dall'altro, che il costo di sottoscrizione/acquisto delle quote sia riconosciuto sino a concorrenza dei valori che hanno concorso alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva. Si precisa, tuttavia, che eventuali

minusvalenze realizzate in sede di disinvestimento non sono fiscalmente rilevanti.

Con riferimento alla fiscalità indiretta connessa agli atti di liquidazione del patrimonio immobiliare dei fondi che non si adeguino alle nuove disposizioni normative, il comma 5-ter dell'articolo (comma invariato post D.L. 70/2011) stabilisce che tali atti risultano essere soggetti all'imposta di registro, ipotecaria e catastale nella misura fissa pari ad Euro 168,00 per ciascuna imposta.

Ulteriori norme in merito alle operazioni di liquidazione dei fondi sono previste dal successivo comma 5-quater (anch'esso invariato post D.L. 70/2011), il quale prevede che nella fase di liquidazione dei fondi che non deliberino l'adeguamento alle nuove disposizioni, le cessioni di immobili siano soggette ad IVA mediante applicazione del meccanismo del cd. "reverse charge", disciplinato dall'art. 17, comma 5, del D.P.R. n. 633 del 1972, previo ottenimento dell'approvazione di tale disposizione da parte del Consiglio dell'Unione Europea (Persico, 2012). Questa previsione consentirebbe, in sostanza, di neutralizzare i potenziali effetti finanziari negativi conseguenti alle cessioni di immobili ed all'eventuale assoggettamento ad IVA di tali cessioni. I conferimenti in società, da parte dei fondi in liquidazione agevolata, di una pluralità di immobili vengono assimilati ai conferimenti di aziende o rami di azienda, e, pertanto, sono esclusi dal campo di applicazione dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, comma 3, lettera b) del D.P.R. n. 633 del 1972. In aggiunta al regime di esclusione IVA, per esplicita previsione normativa, a tali operazioni vengono inoltre applicate le imposte di registro, ipotecaria e catastale nella misura fissa di Euro 168,00 ciascuna, secondo quanto previsto rispettivamente dall'articolo 4, comma 1, lettera a), numero 3) della tariffa, parte I, allegata al D.P.R. n. 131 del 1986, dall'art 10, comma 2, del D. Lgs n. 347 del 1990 e dall'art. 4 della Tariffa allegata al medesimo D. Lgs n. 347 del 1990. Questa previsione, di fatto, tende ad agevolare le operazioni di dismissione del patrimonio dei fondi tramite disposizioni che, evidentemente, ricordano quelle previste per le fasi di apporto disciplinate dall'art. 8, comma 1-bis, del D.L. 351/2001, eccezion fatta

per il richiamo al concetto di beni prevalentemente locati. Le cessioni di azioni o quote si considerano, ai fini dell'art. 19-bis, comma 2, del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633, operazioni che non formano oggetto dell'attività propria del soggetto passivo: pertanto, tali operazioni non andranno ad incidere sulla determinazione del pro-rata del cedente e, di conseguenza, sulla percentuale di detraibilità dell'imposta sul valore aggiunto relativa agli acquisti effettuati durante il periodo. Anche questa previsione, di fatto, si rende necessaria per il complessivo coordinamento delle eventuali operazioni di liquidazione con trasferimento di tutte le attività del fondo ad una società di scopo e successiva cessione ai soci dei titoli di partecipazione in detta società, senza che l'eventuale credito IVA vantato dal fondo sia ridotto a seguito di dette operazioni.

La disciplina generale della liquidazione dei Fondi Immobiliari è contenuta nei Regolamenti di Gestione di ciascun Fondo in conformità alle disposizioni contenute nei Provvedimenti di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012<sup>63</sup>. Ai sensi del detto provvedimento la procedura di liquidazione si realizza attraverso le seguenti sei fasi. Per prima cosa è necessaria la strategia di liquidazione dell'attivo del fondo: le operazioni di realizzo sono effettuate secondo un piano di smobilizzo predisposto dall'organo amministrativo e portato a conoscenza della Banca d'Italia. Viene poi redatto il rendiconto finale di liquidazione, accompagnato, come sempre, da una relazione degli amministratori e il piano di riparto, recante l'indicazione dell'importo spettante ad ogni quota, da determinarsi in base al rapporto tra ammontare delle attività liquide e numero delle quote; tali documenti devono poi essere certificati a cura della società incaricata della revisione del fondo. Infine, a seguito del deposito ed affissione del rendiconto finale e della relativa relazione nella sede della SGR e della banca depositaria con l'indicazione del giorno di inizio delle operazioni di rimborso, si procederà all'esecuzione del riparto da parte della banca depositaria. Il termine massimo entro cui la SGR procede al rimborso delle

---

<sup>63</sup> Titolo V, Capitolo I, Sezione II, Par. 4.5

quote alla scadenza del termine di durata del fondo sarà definito in relazione ai tempi tecnici strettamente necessari per il riconoscimento degli importi agli aventi diritto.

7

In primo luogo, nei casi di liquidazione coattiva, è stato previsto un termine massimo di durata del periodo di liquidazione (5 anni). Il termine massimo di durata non sembra, tuttavia, consentire alle SGR la facoltà di posticipare gli atti di liquidazione del Fondo per tutti il periodo massimo in assenza di specifiche e motivate esigenze connesse allo smobilizzo del patrimonio immobiliare. Nella predisposizione del piano di smobilizzo, la SGR è infatti incaricata di fornire una precisa indicazione della tempistica preventivata (ed adeguatamente motivata in ragione di specifiche esigenze nell'interesse di valorizzazione del patrimonio) per completare il processo di liquidazione, riservandosi la possibilità - da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea dei Partecipanti ed in presenza di motivate ragioni nell'interesse dei Partecipanti stessi - di prorogare (nel limite dei 5 anni ex lege) il periodo per il completamento del processo di liquidazione.

Sempre per esigenze di valorizzazione del patrimonio del Fondo è facoltà della SGR completare alcune operazioni di investimento già avviate (costruzioni in corso d'opera ad esempio) procedendo, eventualmente, al richiamo degli impegni di quote sottoscritte ma non liberate. Tale facoltà, da escludere nei casi ordinari, potrebbe essere ritenuta legittima (previa adozione di una specifica modifica al regolamento di gestione del Fondo o comunque previa approvazione unanime di tutti i Partecipanti in sede di Assemblea dei Partecipanti) in ragione della natura coattiva della liquidazione e dell'esigenza, adeguatamente motivata, di completare l'operazione di investimento per preservarne il valore, che rischierebbe di essere significativamente compromesso in caso di obbligo di vendita in corso d'opera.

Anche in assenza di una specifica previsione del Regolamento, con l'espressa approvazione di tutti i Partecipanti al Fondo, si potrà ritenere legittima una

liquidazione con assegnazione dei beni ai quotisti che potrà essere realizzata anche attraverso l'assegnazione in natura delle quote/azioni di apposita società veicolo in cui preventivamente sino stati conferiti le attività (ed eventualmente anche le passività finanziarie) del Fondo. Gli atti di assegnazione, in effetti, possono essere equiparati ad atti di vendita il cui prezzo monetario (dovuto dai quotisti al Fondo) viene compensato, integralmente o parzialmente a seconda dei valori e con possibilità di contestuali aggiustamenti monetari, con il credito vantato dai quotisti verso SGR per la distribuzione del ricavato netto di liquidazione. Con il consenso unanime di tutti i partecipanti appare legittima una operazione di assegnazione di quote/azioni di SRL in diretta proporzione alla percentuale di partecipazione al Fondo detenuta da ciascun partecipante ante liquidazione. In tale modo il «club deal» creato investendo nel Fondo (in un'ottica di «fondo veicolo») potrà essere traslato in un veicolo societario evitando la necessità di una dismissione sul mercato degli immobili che potrebbe determinare una contrazione significativa dei valori attesi dall'investimento.

Per completezza, si conclude il capitolo riportando le residue disposizioni in tema fiscale inerenti il profilo tributario del fondo comune d'investimento immobiliare. In tema di apporti e cessioni immobiliari, la fiscalità dei fondi assume rilevanza differente in uno o nell'altro caso; con il termine "cessioni" si intendono gli atti che trasferiscono la proprietà (compravendita, permuta, divisione con conguaglio) e costituiscono o trasferiscono diritti reali di godimento o la nuda proprietà sui beni. Il momento impositivo coincide con la data di stipula dell'atto oppure, se anteriore, con il momento del pagamento del corrispettivo (non rilevano in tale senso il contratto preliminare o il versamento di una caparra confirmatoria). La base imponibile su cui si calcola l'imposta è costituita dall'ammontare complessivo dei corrispettivi dovuti.

Gli apporti ai fondi immobiliari (ossia conferimenti di beni immobili in cambio di sottoscrizione di quote del fondo comune d'investimento) comportano il

trasferimento della proprietà del bene a titolo oneroso. Partendo da tale assunto di base l'imponibilità IVA dipende da (i) la natura del soggetto apportante e (ii) l'inquadramento catastale del bene oggetto di conferimento. In genere, se l'apportante non è un soggetto passivo IVA (quindi rientrante tra le categorie dell'investitore privato o ente non commerciale) l'operazione è esclusa dall'imposta per carenza di presupposto soggettivo; se l'apportante è invece un soggetto passivo IVA (quindi rientrante tra le tipologie di società commerciali o è un soggetto che svolge attività d'impresa) l'operazione è soggetta ad IVA. Nel secondo caso l'imposta si applica su di un imponibile che, in assenza di un corrispettivo a causa della natura permutativa dell'operazione, è rappresentato dal valore normale del bene apportato. L'imponibilità dell'operazione dipende anche dalla tipologia del bene apportato (si fa riferimento al paragrafo successivo). Se l'oggetto dell'apporto è costituito da partecipazioni, l'operazione è sempre esente ai fini IVA.

Per ciò che riguarda le cessioni e i conferimenti ai fondi immobiliari si applicano le disposizioni di cui all'art. 37-bis del D.P.R. 600/1973 e non si applicano le disposizioni del D.Lgs 358/1997. In specifico riferimento all'apporto è però necessario distinguere le due fattispecie di fondo immobiliare in cui tale azione può avvenire.

Apporto in fondi immobiliari ad apporto privato - si applica la disciplina vigente per i conferimenti in società, quindi la disciplina delle cessioni a titolo oneroso ex art. 9, comma 5 del TUIR. L'operazione di apporto determina per il conferente il realizzo di plusvalenze o minusvalenze risultanti dalla differenza tra il costo fiscale dei beni apportati e il corrispettivo del conferimento. Tale corrispettivo, se il fondo non ha titoli o azioni negoziati in mercati regolamentati, è pari al valore normale dei beni conferiti, altrimenti si considera come corrispettivo il maggiore tra il valore normale dei beni conferiti e il valore normale delle azioni ricevute, che si determina in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese (art. 9, comma 4, lett. a), del TUIR).

Apporto in fondi immobiliari ad apporto pubblico – per tali fondi, disciplinati dall'art. 14-bis della Legge 86/1994, è prevista una disciplina speciale. In tali casi gli apporti non danno luogo a redditi imponibili ovvero a perdite deducibili in capo all'apportante, indipendentemente dalla sua natura giuridica e dall'attività svolta (regime di sostanziale neutralità fiscale). Le quote del fondo ricevute in cambio dell'apporto dei beni conferiti sia dagli enti pubblici che dagli eventuali privati mantengono il medesimo valore fiscalmente riconosciuto ai beni anteriormente all'apporto stesso.

In tema di apporto è importante descrivere la possibilità di accedere alla disciplina agevolata. Tale opportunità opera in caso di (i) apporto a fondi comuni d'investimento immobiliari chiusi (che come descritto nel primo capitolo non consentono sottoscrizioni di ulteriori quote terminate il termine del periodo di collocamento, né il riscatto anticipato rispetto alle scadenze predeterminate); (ii) di una pluralità di immobili (il requisito della pluralità sussiste nel caso gli immobili oggetto dell'operazione di apporto siano almeno due; tuttavia la norma considera la possibilità di ottenere agevolazioni anche in caso di apporto di un immobile a destinazione speciale, ossia un fabbricato che, anche se accatastato come un'unica unità immobiliare, sia composto da parti suscettibili di produrre reddito in via autonoma, come ad esempio un centro commerciale); (iii) di immobili prevalentemente locati al momento del trasferimento della proprietà al fondo (per valutare la prevalenza della locazione è necessario considerare il valore effettivo delle unità immobiliari locate rispetto al valore complessivo delle unità oggetto dell'apporto; tale requisito risulta soddisfatto quando il rapporto risulta superiore al 50%<sup>64</sup>). I requisiti di cui sopra devono sussistere contemporaneamente in capo al soggetto apportante. Si parla invece di esclusione dalla possibilità di apportare beni ad un fondo comune d'investimento immobiliare tramite l'utilizzo della disciplina agevolata anche per i conferimenti di immobili detenuti in leasing (a

---

<sup>64</sup>Si veda a tal proposito la Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 22/E del 2006

causa dell'assimilazione del contratto di leasing alla proprietà <sup>65)</sup> e concessi in locazioni a terzi. La norma si applica solo quando il soggetto apportante è un soggetto passivo IVA.

Nella fase del trasferimento delle proprietà o diritti immobiliari in genere dal soggetto che ne è titolare al fondo, in cui solitamente il passaggio avviene per apporto o per compravendita è necessario distinguere se il soggetto trasferente sia un imprenditore, una società commerciale o ente assimilato, da quella in cui invece il trasferente ceda l'immobile in regime di non commerciabilità (caso delle associazioni o organismi no profit) o che a trasferire l'immobile sia una persona fisica che non operi in regime d'impresa.

Nel caso di conferimenti e cessioni effettuate al fondo da società, enti commerciali o imprenditori, operanti in Italia in regime di reddito d'impresa, l'imposta di registro, ipotecaria e catastale si applicheranno in misura fissa. Con riferimento all'IVA, in generale, per l'applicazione dell'aliquota e altre condizioni e modalità di applicazione dell'imposta stessa assume rilevanza la natura e la tipologia di ciascun singolo immobile oggetto di cessione, la tipologia di attività d'impresa esercitata dal soggetto cedente ed eventi di trasformazione fisica o di destinazione dell'immobile. Sono operazioni generalmente soggette ad IVA, in particolare nel caso in cui oggetto del trasferimento siano immobili strumentali per natura (categoria catastale A/10, B, C, D e E nonché tutti i fabbricati che per loro caratteristiche non sono suscettibili di diversa natura se non con radicali trasformazioni). Alcune operazioni sono esenti IVA, come nel caso di conferimento o vendita di fabbricati a uso civile o a destinazione abitativa (categoria A ad esclusione della A/10); in tali casi l'applicazione dell'imposta di registro sarà in misura proporzionale in caso di cessione, mentre in caso di apporto sarà in misura fissa. Le imposte ipotecarie e catastali si applicheranno rispettivamente secondo le aliquote del 2% e 1%.

---

<sup>65</sup>Si veda a tal proposito la Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 389/E del 2008



Nel caso in cui l'immobile oggetto del conferimento sia parte di un complesso aziendale o possa qualificarsi esso stesso come entità aziendale, l'operazione dovrà ritenersi esclusa da IVA e assoggettata ad imposta di registro in misura fissa. Inoltre, con il D.L. 3 agosto 2004, n. 220, è stato disposto che l'apporto ad un fondo immobiliare chiuso italiano di una pluralità di *assets* prevalentemente locati (almeno due sostiene la prassi) costituisce una cessione d'azienda, quindi non soggetta ad IVA. A tal fine è necessario che l'insieme degli immobili sia locato per il 50% del loro valore totale e che abbiano tutti una destinazione d'uso o una destinazione produttiva unitaria.

Per quanto concerne la tassazione sui redditi e l'IRES va evidenziato che può esservi partecipazione al reddito in capo al soggetto imprenditore che trasferisce il bene immobile al fondo con modalità differenti a seconda che il passaggio dell'immobile al fondo generi un ricavo o una plus/minusvalenza. Se l'immobile è registrato dall'imprenditore come "bene merce" genererà un ricavo, se invece è registrato come attività immobilizzata oggetto di cessione a titolo oneroso si genererà una plus/minusvalenza. Mentre la cessione mediante compravendita determina un corrispettivo quantificato in denaro, la cessione a titolo di apporto per conferimento dell'immobile in cambio di titoli rappresentativi del patrimonio del fondo ricevente pone di fronte alla necessità di regolare sul piano tributario la determinazione del corrispettivo. Il legislatore, ex art. 9 del TUIR, fa riferimento al regime fiscale della participation exemption<sup>66</sup> nei casi in cui l'oggetto dell'apporto o cessione al fondo immobiliare da parte di un imprenditore, di una società o di un ente commerciale operanti in Italia in regime di reddito d'impresa, sia costituito da partecipazioni al capitale di società.

Con riferimento all'ipotesi di trasferimento di un'azienda comprendente o meno

---

<sup>66</sup>Ossia la detassazione totale o parziale delle plusvalenze o minusvalenza derivanti dalla cessione di partecipazioni al capitale di società aventi specifici requisiti. I riferimenti normativi essenziali si trovano all'art. 87 e 58 del TUIR come modificato dal D.lgs 344/2003 e altri provvedimenti successivi; particolare attenzione l'art.5 del D.L. 203/2005 che ha introdotto disposizioni di inasprimento della disciplina previgente

immobili da un soggetto operante in regime d'impresa a un fondo immobiliare si fa riferimento alle disposizioni contenute nell'art. 176 del TUIR. Essa prevede che possa non dare luogo al realizzo di plusvalenze tassabili il conferimento di un'azienda effettuato da parte di un soggetto operante in Italia in regime d'impresa, il conferente, ad un conferitario pure residente in Italia che sia una società di capitali o un ente pubblico o privato svolgente attività commerciale in via esclusiva o prevalente. Ciò a condizione che il conferente assuma, in cambio del complesso aziendale conferito, una partecipazione al capitale o al patrimonio del conferitario valorizzata all'ultimo valore fiscalmente riconosciuto all'azienda conferita. Contestualmente il conferitario dovrà assumere il complesso aziendale ricevuto dal conferente contabilizzandolo al medesimo valore dato dal costo fiscale già in capo allo stesso conferente. Lo schema è quello del conferimento aziendale in condizioni di continuità di valori fiscali e a particolari condizioni, tra soggetti che operino in regime d'impresa, e dunque complessivamente in ambito di neutralità fiscale. Risultano neutralizzate per disposizione dell'art. 176 del TUIR e dunque inefficaci le generali disposizioni antielusive dell'art. 37-bis del DPR 600/73 nell'ipotesi di cessione della partecipazione ricevuta a seguito del conferimento e con il beneficio della participation exemption per la plusvalenza eventualmente realizzata con la cessione stessa.

Nel caso di conferimenti e cessioni effettuate al fondo da persone fisiche, va innanzitutto rilevato che gli immobili posseduti non in regime d'impresa da persone fisiche devono ritenersi esclusi dal campo di applicazione dell'IVA quando diventano oggetto di trasferimento per compravendita o per conferimento ad un fondo immobiliare. Tanto le operazioni di cessione tanto quelle di conferimento di immobili sono generalmente soggette all'applicazione dell'imposta ipotecaria e catastale e altresì dell'imposta di registro in misura proporzionale con aliquota differente a seconda della tipologia di immobile. Con riguardo all'imposizione sui redditi in capo alle persone fisiche è di

primaria importanza segnalare che l'operazione di cessione o conferimento di beni immobili al fondo immobiliare può dare luogo a plusvalenze tassabili per il soggetto conferente/cedente, ex art. 67 e 68 del TUIR. L'importo imponibile, che va a cumularsi con i redditi complessivamente percepiti dal soggetto nell'anno solare in cui viene realizzato il reddito, si determina, fatte salve le più specifiche disposizioni dell'art. 68 del TUIR, per differenza tra il corrispettivo percepito e il prezzo di acquisto o di costruzione del bene. Devono generalmente ritenersi imponibili le plusvalenze da cessione a titolo oneroso di terreni edificabili o potenzialmente edificabili. Invece gli altri immobili possono solitamente dare luogo a plusvalenze imponibili se, al momento della cessione, risultano acquistati o costruiti da non più di 5 anni. Fanno eccezione, non determinando alcuna plusvalenza tassabile, le operazioni di cessione di immobili acquisiti per donazione o successione e le unità immobiliari urbane per la maggior parte del tempo adibite ad abitazione principale del cedente o della sua famiglia.

Per quanto concerne la cessione o il conferimento al fondo immobiliare di partecipazioni in società, va ricordato che essi possono dare luogo a plusvalenze tassabili da determinarsi per differenza tra il corrispettivo percepito e il costo d'acquisto; il costo fiscale e le modalità di tassazione variano a seconda che la plusvalenza origini dalla cessione di una partecipazione di entità tale da risultare "non qualificata" o "qualificata"<sup>67</sup>.

Tanto la cessione mediante compravendita quanto quella mediante apporto in cambio di titoli rappresentativi del patrimonio del fondo, devono considerarsi escluse dal campo di applicazione dell'IVA, se effettuate da enti non commerciali residenti, in quanto mancherebbe in capo all'ente la condizione

---

<sup>67</sup>Per partecipazioni qualificate si intendono le azioni e ogni altra partecipazione al capitale o al patrimonio della società partecipata caratterizzate da una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2% o al 20% ovvero una partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5% o al 25% a seconda che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni

soggettiva dell'esercizio dell'attività commerciale secondo i parametri specifici dell'IVA. Le imposte di registro, ipotecaria e catastale dovrebbero generalmente trovare applicazione in misura proporzionale, tenendo conto dei criteri automatici di determinazione del valore minimo imponibile. Se invece oggetto del trasferimento fosse un'azienda, l'esclusione dal campo IVA deriva dall'art. 2 del DPR 633/72, che non considera l'imposizione ad IVA per gli atti come la cessione di beni o il conferimento di aziende. Ne conseguirebbe in tal caso pure l'applicazione dell'imposta di registro in misura fissa. Diverso sarebbe il caso in cui l'ente non commerciale svolgesse attività d'impresa e gli immobili destinati ad essere trasferiti al fondo immobiliare venissero considerati come posti in relazione a tale attività; in tale ipotesi il trasferimento dovrebbe tener conto delle norme sull'IVA.

Come anticipato in precedenza trattando la cessione di immobili, le operazioni che rientrano nel campo di applicazione dell'IVA sono sottoposte a diversi regimi (esenzione o imponibilità) nonché ad aliquote diverse a seconda della tipologia di immobile ceduto e in certi casi dalle caratteristiche del soggetto cedente (Barbagelata e Piazza, 2011). Se gli immobili oggetto della cessione sono: (i) fabbricati a destinazione abitativa, la cessione è un'operazione esente, salvo il caso in cui la vendita sia effettuata dall'impresa che ha costruito o ristrutturato l'oggetto della compravendita, entro 5 anni dall'ultimazione dei lavori; (ii) fabbricati strumentali per natura, il trattamento IVA dipende dalla qualifica del cedente, quindi se si tratta dell'impresa costruttrice (vedi sopra) o di un altro soggetto IVA, dal tempo intercorso tra la costruzione e la vendita o dalla qualifica del cessionario (privato o soggetto ad imposizione IVA); (iii) terreni non edificabili o agricoli, le cessioni sono escluse dal campo di applicazione IVA; (iv) terreni edificabili, la cessione è soggetta a IVA con aliquota ordinaria.

Si introduce infine il tema relativo alle imposte indirette del fondo comune d'investimento immobiliare. Tali strumenti finanziari, non avendo personalità

giuridica, sono esclusi dalla soggettività passiva ai fini IVA e l'attribuzione della medesima soggettività è, in via esclusiva, in capo alla società di gestione. Il fondo immobiliare è titolato a porre in essere operazioni generalmente rilevanti per l'applicazione delle disposizioni IVA, quali ad esempio contratti di locazione o compravendite di immobili, ma non in proprio bensì per il tramite della SGR, che dovrà osservare per conto del fondo tutti gli adempimenti connessi alle operazioni stesse (fatturazione, liquidazione, versamento, dichiarazione, ecc.). In effetti, anche se l'unico soggetto dotato dei requisiti per rapportarsi con l'Amministrazione Finanziaria è la società di gestione, a quest'ultima viene imposto, in relazione a ciascuno dei fondi immobiliari istituiti, un rigoroso sistema di separazione contabile in conseguenza dell'indipendenza patrimoniale del patrimonio della SGR e dei singoli fondi. La SGR è tenuta a porre in essere tutti gli adempimenti ai fini IVA, separatamente per sé e per ciascun fondo gestito, istituendo autonomi registri, emettendo fatture con distinte serie di numerazione, distinte registrazioni delle operazioni e separate liquidazioni dell'imposta. Nell'ambito della contabilità separata relativa a ciascun fondo, la SGR può detrarre l'IVA pagata per gli acquisti degli immobili e per le relative manutenzioni. In tale ambito la SGR può utilizzare lo strumento della compensazione delle imposte e dei contributi senza tener conto del limite massimo ordinariamente previsto.

L' Art. 8 del D.L. 351/2001 rubricato *“Regime tributario del fondo ai fini IVA”* cita:  
*“1. La società di gestione è soggetto passivo ai fini dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi relative alle operazioni dei fondi immobiliari da essa istituiti. L'imposta sul valore aggiunto è determinata e liquidata separatamente dall'imposta dovuta per l'attività della società secondo le disposizioni previste dal decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, e successive modificazioni, ed è applicata distintamente per ciascun fondo. Al versamento dell'imposta si procede cumulativamente per le somme complessivamente dovute dalla società e dai fondi. Gli acquisti di immobili effettuati dalla società di gestione e imputati ai singoli fondi, nonché le manutenzioni degli stessi, danno diritto alla detrazione*

*dell'imposta ai sensi dell'articolo 19 del citato decreto. Ai fini dell'articolo 38-bis del medesimo decreto, gli immobili costituenti patrimonio del fondo e le spese di manutenzione sono considerati beni ammortizzabili ed ai rimborsi d'imposta si provvede entro e non oltre sei mesi, senza presentazione delle garanzie previste dal medesimo articolo.*

*2. In alternativa alla richiesta di rimborso la società di gestione può computare gli importi, in tutto o in parte, in compensazione delle imposte e dei contributi ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241, anche oltre il limite fissato dall'articolo 25, comma 2, del citato decreto. Può altresì cedere a terzi il credito indicato nella dichiarazione annuale. Si applicano le disposizioni degli articoli 43-bis e 43-ter del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 602. Gli atti pubblici o le scritture private autenticate, aventi ad oggetto la cessione del credito, sono soggetti ad imposta di registro nella misura fissa di L. 250.000.*

*3. Con decreto dell'amministrazione finanziaria sono stabilite le modalità di attuazione delle disposizioni dei commi 1 e 2, anche con riguardo al versamento dell'imposta, all'effettuazione delle compensazioni e alle cessioni dei crediti."*

La SGR determina e liquida separatamente per ogni fondo l'imposta dovuta. Tutti gli adempimenti devono essere effettuati distintamente per ogni fondo; la SGR è tenuta peraltro a presentare un'unica dichiarazione annuale e ad effettuare un unico versamento cumulativo dell'imposta, procedendo a compensare i saldi IVA rilevati nella contabilità di ciascun fondo. La SGR può detrarre l'imposta pagata per l'acquisto di immobili e per la manutenzione degli stessi. Si applica la disciplina del pro rata di detraibilità. Ai fini del calcolo della percentuale di detraibilità si tiene conto delle operazioni attive che rientrano nell'attività tipica del fondo (cessioni di partecipazioni in società immobiliari e titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione). E' indetraibile l'imposta relativa a beni e servizi utilizzati esclusivamente per effettuare operazioni esenti (es. operazioni di investimento della liquidità). La SGR può utilizzare il credito IVA: la normativa in tema di rimborso è tesa ad evitare che il fondo origini crediti IVA di ingente valore e di difficile e lunga recuperabilità.

Gli immobili costituenti il patrimonio del fondo e le spese di manutenzione sono considerati beni ammortizzabili. Quindi è esperibile sia il rimborso annuale che quello infrannuale (per importi superiori a Euro 2.582,28). I rimborsi annuali d'imposta sono dovuti entro e non oltre sei mesi dalla presentazione della dichiarazione annuale (termine ordinatorio). I rimborsi infrannuali sono ammessi se gli acquisti di beni ammortizzabili superano i 2/3 degli acquisti imponibili ai fini IVA. Tra gli aspetti più importanti in tema di imposta sul valore aggiunto, c'è la possibilità per la SGR di compensare crediti e debiti IVA tra diversi fondi: la SGR infatti può usare gli importi a credito in compensazione con altre imposte e contributi senza tener conto del limite annuo di Euro 516.456,90. Inoltre la SGR può cedere a terzi il credito IVA risultante dalla dichiarazione annuale.

Rimanendo in tema di imposizione indiretta, la trattazione prosegue nel descrivere il regime fiscale del fondo delineando le ipotesi in cui è prevista la corresponsione dell'imposta di registro e delle imposte ipotecarie e catastali.

Agli apporti di immobili al fondo comune d'investimento è applicabile l'art. 7 della tabella allegata al D.P.R. 131/1986 ("atti per i quali non è previsto l'obbligo di richiedere la registrazione") pertanto sono esenti dall'obbligo di registrazione gli atti relativi all'istituzione, alla sottoscrizione e al rimborso delle quote dei fondi comuni d'investimento immobiliari (ex art. 9, comma 1, D.L. 351/2001). In questo articolo rientrano anche le sottoscrizioni per apporto. Tuttavia nel caso di atti stipulati con atto pubblico o scrittura privata autenticata l'imposta di registro si applica in misura fissa.

Per quanto riguarda l'imposta ipotecaria è necessario distinguere la tipologia di immobile che risulta essere oggetto dell'apporto al fondo: per immobili ad uso abitativo o terreni, si applica l'imposta nella misura del 2% del valore normale dell'operazione, se la stessa è stata effettuata in un regime di esenzione o non risulta essere imponibile ai fini IVA, altrimenti si applica l'imposta in misura fissa; invece per gli immobili strumentali, si applica l'imposta nella misura del

2% se l'operazione è (i) non imponibile ai fini IVA oppure (ii) nella misura dell'1,5%, se l'apporto ha per oggetto i beni strumentali di cui all'art. 35, comma 10-bis, del D.L. n.223/2006, altrimenti in misura fissa. Anche con riferimento all'imposta catastale è necessario distinguere la tipologia di immobile che risulta essere oggetto dell'apporto al fondo: per immobili ad uso abitativo o terreni, si applica l'imposta nella misura dell'1% se l'operazione è stata effettuata in un regime di esenzione o non risulta essere imponibile ai fini IVA, altrimenti si applica l'imposta in misura fissa; per gli immobili strumentali, si applica l'imposta nella misura dell'1% se l'operazione è non imponibile ai fini IVA oppure nella misura dello 0,5% se l'apporto ha per oggetto i beni strumentali di cui all'art. 35, comma 10-bis, del D.L. n.223/2006, altrimenti in misura fissa.

Gli apporti aventi ad oggetto una pluralità di immobili prevalentemente locati all'atto di effettuazione dell'operazione di apporto, sono assimilabili per ciò che concerne il trattamento IVA e le corresponsioni dell'imposta di registro, ipotecaria e catastale, ai conferimenti societari di aziende o rami d'azienda. Pertanto tali apporti, esclusi dall'ambito di applicazione IVA, sono soggetti all'applicazione delle imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa pari ad Euro 168,00 ciascuna.

Per analizzare il trattamento fiscale delle imposte di registro, ipotecarie e catastali in caso di cessione è nuovamente necessario distinguere l'oggetto della cessione stessa, ossia la tipologia dell'immobile che viene ceduto dal fondo a terzi o da terzi al fondo. Nel caso di fabbricati ad uso abitativo, per le cessioni soggette ad IVA, si applica l'imposta di registro in misura fissa pari ad Euro 168,00, mentre per le cessioni esenti o fuori campo IVA si applica l'imposta di registro in misura proporzionale (aliquote ex. Art. 1 Tariffa D.P.R. n.131/1986). Nel caso di immobili strumentali, per le cessioni soggette ad IVA ed esenti, si applica l'imposta di registro in misura fissa pari ad Euro 168,00, mentre per le cessioni fuori campo IVA si applica l'imposta di registro in misura proporzionale con aliquota del 7% (ex. Art. 1 Tariffa D.P.R. n.131/1986). Nel



caso di terreni, per le cessioni di un terreno edificabile da parte di un soggetto assoggettabile ad IVA si applica l'imposta di registro in misura fissa pari ad Euro 168,00 (per il principio di alternatività ex art.40 D.P.R. n.131/1986), mentre per le cessioni di un terreno non edificabile o agricolo, indipendentemente dalle caratteristiche del cedente ovvero cessione di un terreno edificabile da parte di un soggetto esente da IVA, si applica l'imposta di registro in misura proporzionale con aliquote dell'8% per i terreni non edificabili e del 15% per i terreni agricoli, salvo specifiche agevolazioni.

In ultima istanza si ritiene opportuno fare una precisazione, descrivendo brevemente il trattamento del fondo immobiliare ai fini della recente introduzione dell'imposta municipale unica. Il fondo, costituendosi come un organismo cui possono ricondursi le fattispecie di proprietario dell'immobile, titolare del diritto di godimento (usufrutto, uso, ecc.), locatario finanziario o utilizzatore per gli immobili concessi in leasing e concessionario di immobili insistenti su aree demaniali, è chiamato ad osservare gli obblighi relativi alla corresponsione dell'IMU. Tale trattamento fiscale viene compiuto sempre per il tramite della SGR, che ne effettuerà le liquidazioni nei tempi e nelle modalità previste per il trattamento IVA.

## CAPITOLO 5 - IL CALCOLO DELLE IMPOSTE. IL CASO DI UN FONDO IMMOBILIARE

A seguito dell'analisi appena svolta sul percorso normativo e tributario del regime fiscale dei fondi d'investimento immobiliari, si riportano gli aspetti sostanziali relativi ad un caso di applicazione delle nuove disposizioni in materia di fiscalità dei fondi comuni d'investimento immobiliari. L'obiettivo della seguente analisi sarà quello di dare evidenza alle modalità di calcolo e soprattutto all'impatto dell'introduzione delle nuove disposizioni introdotte dai D.L. 78/2010 e D.L. 70/2011, affiancati dalla circolare dell'Agenzia delle Entrate 2/E del 2012.

Partendo da un rendiconto annuale al 31 dicembre 2011 di un fondo comune d'investimento immobiliare di tipo chiuso e riservato ad investitori qualificati, denominato "Fondo Esempio", si fornisce evidenza delle modalità di calcolo:

- a. della percentuale di partecipazione del fondo;
- b. dell'imposta sostitutiva del 5% ex art. 32, commi 3-bis, 4 e 4-bis, del D.L. 78/2010, così come modificato dal D.L. 70/2011;
- c. dell'imposta sostitutiva del 7% in caso di liquidazione anticipata del fondo ex comma 5, del D.L. 78/2010, così come modificato dal D.L. 70/2011;
- d. del regime tributario per trasparenza dei partecipanti diversi da quelli indicati all'art. 3 del citato art. 32 del D.L. 78/2010, così come modificato dal D.L. 70/2011 che al 31 dicembre 2010 e al 31 dicembre 2011 detenevano una quota di partecipazione maggiore del 5%.

**RENDICONTO DEL FONDO ESEMPIO**  
**Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso**  
**SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2011**

<b>ATTIVITA'</b>	Situazione al 31 dicembre 2011		Situazione al 31 dicembre 2010	
	Valore complessivo	In perc. dell'attivo	Valore complessivo	In perc. dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>				
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>21.000.000</b>	<b>9,88%</b>	<b>11.000.000</b>	<b>5,28%</b>
A1. Partecipazioni di controllo	13.000.000	6,12%	7.000.000	3,39%
A2. Partecipazioni non di controllo	-			
A3. Altri titoli di capitale	-			
A4. Titoli di debito	-			
A5. Parti di O.I.C.R.	8.000.000	3,77%	4.000.000	1,88%
<b>Strumenti finanziari quotati</b>			-	
A6. Titoli di capitale	-			
A7. Titoli di debito	-			
A8. Parti di O.I.C.R.	-			
<b>Strumenti finanziari derivati</b>			-	
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	-			
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-			
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-			
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>172.000.000</b>	<b>80,96%</b>	<b>168.500.000</b>	<b>81,67%</b>
B1. Immobili dati in locazione	5.000.000	2,35%	19.500.000	9,45%
B2. Immobili dati in locazione finanziaria	-		0	
B3. Altri immobili	167.000.000	78,61%	149.000.000	72,22%
B4. Diritti reali immobiliari	-			
<b>C. CREDITI</b>			-	
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione	-			
C2. Altri	-			
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>			<b>600</b>	<b>0,00%</b>
D1. A vista	-		600	0,00%
D2. Altri	-			
<b>E. ALTRI BENI</b>	<b>650.000</b>	<b>0,31%</b>	<b>100.000</b>	<b>0,05%</b>
E1. Oneri Pluriennali	650.000	0,31%	100.000	0,05%
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.200.000</b>	<b>0,56%</b>	<b>350.000</b>	<b>0,17%</b>
F1. Liquidita' disponibile	1.200.000	0,56%	350.000	0,17%
F2. Liquidita' da ricevere per operazioni da regolare	-			
F3. Liquidita' impegnata per operazioni da regolare	-			
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>17.600.000</b>	<b>8,28%</b>	<b>26.370.000</b>	<b>12,78%</b>
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate	-			
G2. Ratei e risconti attivi	100.000	0,05%	70.000	0,03%
G3. Crediti di imposta	-		0	
G4. Altre	17.500.000	8,24%	26.300.000	12,75%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>212.450.000</b>	<b>100%</b>	<b>206.320.600</b>	<b>100%</b>

<b>RENDICONTO DEL FONDO ESEMPIO</b>				
<b>Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso</b>				
<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 31.12.2011</b>				
	Situazione al 31 dicembre 2011		Situazione al 31 dicembre 2010	
<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	Valore complessivo	In perc. del passivo	Valore complessivo	In perc. dell'attivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	- 72.000.000	85,70%	- 66.000.000	96,33%
H1. Finanziamenti ipotecari	- 72.000.000	85,70%	- 66.000.000	96,33%
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	-			
H3. Altri	-			
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	-		-	
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	-			
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-			
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>	-		-	
L1. Proventi da distribuire	-			
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	-			
<b>M. ALTRE PASSIVITA'</b>	- 12.010.000	14%	- 2.515.000	4%
M1. Provvigioni e oneri maturati e non liquidati	-			
M2. Debiti di imposta	-		-	
M3. Ratei e risconti passivi	- 10.000	0,01%	- 15.000	0,02%
M4. Altre passivita'	- 12.000.000	14,28%	- 2.500.000	3,65%
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	- 84.010.000	100%	- 68.515.000	100%
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO PER LE QUOTE DI CLASSE A</b>	128.440.000		137.305.600	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO PER LE QUOTE DI CLASSE B</b>	0		250.000	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO PER LE QUOTE DI CLASSE C</b>	0		250.000	
<b>Numero complessivo delle quote di classe A in circolazione</b>	551		541	
<b>Numero complessivo delle quote di classe B in circolazione</b>	10		10	
<b>Numero complessivo delle quote di classe C in circolazione</b>	10		10	
<b>Valore unitario delle quote di classe A</b>	233.103,45		253.799,63	
<b>Valore unitario delle quote di classe B</b>	0,00		25.000,00	
<b>Valore unitario delle quote di classe C</b>	0,00		25.000,00	
<b>Controvalore complessivo degli importi da richiamare per le quote di classe A</b>	0		1.000.000	
<b>Controvalore complessivo degli importi da richiamare per le quote di classe B</b>	0		0	
<b>Controvalore complessivo degli importi da richiamare per le quote di classe C</b>	0		0	
<b>Valore nominale delle quote di classe A</b>	250.000		250.000	
<b>Valore nominale delle quote di classe B</b>	25.000		25.000	
<b>Valore nominale delle quote di classe C</b>	25.000		25.000	
<b>Rimoborsi o proventi distribuiti</b>	0		0	

<b>RENDICONTO DEL FONDO ESEMPIO</b>				
<b>Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso</b>				
<b>SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2011</b>				
	Situazione al 31 dicembre 2011		Situazione al 31 dicembre 2010	
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>- 7.600.000</b>		<b>- 10.400.000</b>	
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>				
<b>A1. PARTECIPAZIONI</b>	<b>- 7.100.000</b>		<b>- 9.700.000</b>	
A1.3 plus/minusvalenze	- 7.100.000		- 9.700.000	
<b>A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	-		-	
A2.3 plus/minusvalenze	-		-	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi	-		-	
<b>Strumenti finanziari quotati</b>			-	
<b>A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	-			
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
<b>A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>- 500.000</b>		<b>- 700.000</b>	
A4.1 di copertura	- 500.000		- 700.000	
<b>Risultato gestione strumenti finanziari</b>	<b>- 7.600.000</b>		<b>- 10.400.000</b>	
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>	<b>- 380.000</b>		<b>- 585.000</b>	
B1. Canoni di locazione e altri proventi	300.000		230.000	
B2. Utili/perdite da realizzi	-		-	
B3. Plus/minusvalenze	- 270.000		- 280.000	
B4. Oneri per la gestione di beni immobili	- 220.000		- 335.000	
B6. ICI	- 190.000		- 200.000	
B7 Una tantum per buona uscita conduttore				
<b>Risultato gestione beni immobili</b>	<b>- 380.000</b>		<b>- 585.000</b>	
<b>C. CREDITI</b>	-		-	
C1. Interessi attivi e proventi assimilati				
C2. Incrementi/decrementi di valore				
<b>Risultato gestione crediti</b>				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>30</b>		-	
D1. Interessi attivi e proventi assimilati	30			
		<b>30</b>		-
<b>E. ALTRI BENI (da specificare)</b>	-		-	
<b>Risultato gestione investimenti</b>		<b>- 7.979.970</b>		<b>- 10.985.000</b>
<b>F. RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI</b>	-		-	
<b>G. ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE</b>	-		-	
G1. Proventi delle operazioni di pronto contro termine e assimilate	-			
G2. Proventi delle operazioni di prestito titoli	-			
<b>Risultato lordo della gestione caratteristica</b>		<b>- 7.979.970</b>		<b>- 10.985.000</b>
<b>H. ONERI FINANZIARI</b>	<b>- 2.650.000</b>		<b>- 1.604.919</b>	
H1. INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTO RICEVUTO	- 2.100.000		- 1.294.919	
H1.1 su finanziamenti ipotecari	- 2.100.000		- 1.300.000	
H1.2 su altri finanziamenti	-		-	
H2. Altri oneri finanziari	- 550.000		- 310.000	
<b>Risultato netto della gestione caratteristica</b>		<b>- 10.629.970</b>		<b>- 12.589.919</b>

<b>RENDICONTO DEL FONDO ESEMPIO</b>				
<b>Fondo Comune di Investimento Immobiliare di Tipo Chiuso</b>				
<b>SEZIONE REDDITUALE AL 31.12.2011</b>				
	Situazione al 31 dicembre 2011		Situazione al 31 dicembre 2010	
<b>I. ONERI DI GESTIONE</b>	<b>- 3.200.000</b>		<b>- 2.440.000</b>	
I1. Provvigione di gestione SGR	- 1.600.000		- 1.600.000	
I2. Commissioni banca depositaria	- 45.000		- 40.000	
I3. Oneri per esperti indipendenti	- 155.000		- 100.000	
I4. Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico	-		-	
I5. Altri oneri di gestione	- 1.400.000		- 700.000	
<b>L. ALTRI RICAVI ED ONERI</b>	<b>500.850</b>		<b>- 21.680</b>	
L1. Interessi attivi su disponibilita' liquide	850		320	
L2. Altri ricavi	700.000		28.000	
L3. Altri oneri	- 200.000		- 50.000	
<b>Risultato della gestione prima della imposte</b>		<b>-13.329.120</b>		<b>-15.051.599</b>
<b>M. IMPOSTE</b>				
M1. Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio	-		-	
M2. Imposta sostitutiva a credito dell'esercizio				
M4. Altre imposte				
<b>Utile/perdita dell'esercizio</b>		<b>-13.329.120</b>		<b>-15.051.599</b>

a) modalità di calcolo della percentuale di partecipazione del fondo

Prima di procedere con il calcolo dell'imposta sostitutiva è bene rappresentare la modalità di calcolo della percentuale di partecipazione del fondo, poiché a seconda della composizione e della tipologia di quote di ogni fondo, tale calcolo necessariamente dovrà tener conto di diverse variabili.

Per la determinazione della percentuale di partecipazione al fondo si considera, alla data di rilevazione, il valore unitario delle quote detenute per il rispettivo valore e si rapporta tale risultato al NAV del Fondo.

Si riepilogano i valori del Fondo Esempio alla data del 31 dicembre 2010 e al 31 dicembre 2011:

Al 31 dicembre 2010 il Fondo Esempio aveva quote di classe A di prima emissione sottoscritte per cassa o apporto, quote di classe A di seconda emissione sottoscritte per apporto e quote di classe B sottoscritte per cassa con

valorizzazione unitaria differente.

Al 31 dicembre 2011 le quote del Fondo Esempio sono tutte di classe A e hanno il medesimo valore; inoltre non risultano esserci quote di classe B.

Caso A - qualora ci siano quote con valori differenti alla data di rilevazione

Valore quota di classe A per apporto: 70

Valore quota di classe B per cassa: 50

NAV del fondo al 31 dicembre 2010: 10.000

Il sottoscrittore "UNO" detiene 100 quote di classe A e 2 quote di classe B

Per la determinazione della percentuale di partecipazione si dovrà applicare la seguente formula:

$$\frac{(\text{n. quota di classe A} * \text{valore unitario quota di classe A}) + (\text{n. quota di classe B} * \text{valore unitario quota di classe B})}{\text{NAV del fondo}}$$

Applicando tale formula al caso A:

$$(100 * 70) + (2 * 50) / 10.000 = 71\%$$

Caso B - qualora le quote abbiano tutte lo stesso valore alla data di rilevazione

Valore quota di classe A per apporto/cassa: 75

NAV del fondo al 31 dicembre 2010: 10.000

Il sottoscrittore "UNO" detiene 100 quote di classe A per apporto e 2 quote di classe A per cassa

Per la determinazione della percentuale di partecipazione si dovrà applicare la seguente formula:

$$\frac{(\text{n. quote detenute} * \text{valore unitario quota})}{\text{NAV del fondo}}$$

Applicando tale formula al caso B:

$$(102 * 75) / 10.000 = 76,5\%$$

b) modalità di calcolo dell'imposta sostitutiva del 5% di cui al comma 4-bis dell'art. 32 del D.L. 78/2010, così come modificato dal D.L. 70/2011

Per quanto concerne il calcolo dell'imposta sostitutiva del 5% sul valore medio delle quote possedute nel 2010, in base al disposto di cui al comma 4-bis dell'art. 32 del D.L. 78/2010, si evidenzia che la base imponibile di riferimento è costituita, così come specificato dalla circolare dell'Agenzia delle Entrate n.2/E del 2012, *“dalla media del valore delle quote risultante dalla relazione semestrale e del valore delle stesse risultante dal rendiconto annuale [redatti nel 2010, ndr]. Se nel periodo d'imposta 2010 sono stati redatti prospetti periodici intermedi, il valore delle quote risultanti dagli stessi concorre alla formazione del suddetto valore medio”*.

Pertanto, il calcolo per la determinazione dell'imposta sostitutiva del 5% prescinde dalla percentuale di partecipazione detenuta nel fondo da parte di ciascun partecipante.

Tale dato risulta infatti fondamentale in via preliminare per stabilire se l'imposta in analisi sia da versare o meno, in quanto, come noto, solo i partecipanti con una percentuale di partecipazione al fondo, alla data del 31 dicembre 2010, superiore al 5% sono tenuti a corrisponderla, mentre non risulta strettamente necessario nella determinazione del quantum da corrispondere.

Al riguardo si evidenzia infatti che, operativamente, il calcolo del quantum è effettuato applicando la predetta percentuale del 5% al risultato del prodotto ottenuto dalla moltiplicazione del numero di quote detenute al 31 dicembre 2010 per il valore medio unitario delle stesse, così come risultante dai prospetti periodici redatti nel 2010.

Si riporta nel seguito un esempio relativo al calcolo dell'importo dell'imposta sostitutiva del 5% al 31 dicembre 2010:



	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c</i>	$d=((b+c)/2)$	$e=(a*d)$	$f=e*5\%$
	<b>N. quote</b>	<b>Valore al 30/6/10</b>	<b>Valore al 31/12/10</b>	<b>Valore medio unitario</b>	<b>Base imponibile</b>	<b>Imposta</b>
<b>Classe A cassa</b>	2	25	50	37,5	75	3,75
<b>Classe A apporto</b>	100	70	70	70	7000	350
<b>Totale</b>						353,75

Il caso riportato in questo paragrafo simula l'imposta sostitutiva che il sottoscrittore 1, in possesso alla data del 31 dicembre 2010 di n. 102 quote, dovrà pagare all'erario.

c) modalità di calcolo dell'imposta sostitutiva del 7% in caso di liquidazione anticipata del fondo ex art. 8, comma 9, del D.L. 78/2010

In base alle disposizioni contenute nel comma 5, dell'art. 32 del D.L. 78/2010, per i fondi immobiliari che alla data del 31 dicembre 2010 risultavano partecipati almeno da un investitore non istituzionale in possesso di una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, si applica in capo al fondo il pagamento di un'imposta sostitutiva del 7% sul valore netto del fondo risultante nel rendiconto di gestione al 31 dicembre 2010 oltre che ad un'imposta sostitutiva del 7% sui risultati di gestione conseguiti in ciascun anno di liquidazione a partire dal 1 gennaio 2011.

Il NAV del fondo Esempio alla data del 31 dicembre 2010 è pari ad Euro 132.375.000.

L'imposta sostitutiva che il fondo dovrà corrispondere per l'anno 2010 è pari al 7% di Euro 132.375.000, quindi Euro 9.266.250.

Tale imposta sarà versata per il 40% entro il 31 marzo 2012 (Euro 3.706.500), per il 30% entro il 31 marzo 2013 (Euro 2.779.875) e il residuo 30% entro il 31 marzo

2014 (Euro 2.779.875).

Il risultato di gestione risultante dal rendiconto, sezione reddituale, al 31 dicembre 2011 è pari ad Euro -13.329.120, quindi il fondo non dovrà corrispondere alcuna imposta sostitutiva sui risultati di gestione 2011. Nel caso il reddito netto fosse stato, a mero titolo esemplificativo, pari ad Euro 100.000, l'imposta sostitutiva che il fondo dovrà corrispondere per l'anno 2011 è pari al 7% di Euro 100.000, quindi Euro 7.000, da versare interamente entro il 16 febbraio 2012.

Si ritiene utile riportare, come già anticipato al capitolo quarto, che i proventi distribuiti non sono assoggettati a ritenuta, fino a concorrenza dell'ammontare assoggettato ad imposta sostitutiva in capo al fondo, in quanto i proventi distribuiti riducono il valore fiscalmente riconosciuto delle quote. Inoltre, nei confronti degli investitori non istituzionali in possesso di una quota di partecipazione al fondo superiore al 5% non si applicano le disposizioni di cui ai commi 3-bis e 4-bis dell'art.32 del D.L. 78/2010, quindi non sono soggetti al regime di tassazione per trasparenza dei redditi conseguiti dal fondo dal 2011 in poi e non sono tenuti al pagamento dell'imposta sostitutiva del 5% se, al 31 dicembre 2010, possedevano una quota di partecipazione oltre la soglia del 5%.

d) modalità di attribuzione dei redditi per trasparenza dei risultati 2011

In base alle disposizioni contenute nei commi 3 e 4 dell'art. 32 del D.L. 78/2010 i partecipanti, diversi da quelli indicati all'art. 3 del citato art. 32, che al 31 dicembre 2011 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, sono assoggettati al c.d. regime fiscale della trasparenza, secondo il quale i redditi conseguiti dal fondo concorrono alla formazione del reddito complessivo di ciascun partecipante, proporzionalmente alla quota di partecipazione detenuta, prescindendo dall'effettiva percezione degli stessi

proventi. Circa la natura di tali redditi, l'Agenzia delle Entrate, con il provvedimento del 16 dicembre 2011 ha precisato che questi rientrano nella categoria dei redditi di capitale di cui all'art. 44, comma 1, lett. g), del TUIR in quanto, in ogni caso, derivanti da partecipazione ad un OICR. Pertanto, in linea con le regole generali di tassazione dei redditi, il citato provvedimento ha puntualizzato che gli eventuali risultati negativi della gestione non rilevano per gli investitori che detengono le quote al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale. Le perdite conseguite dal fondo assumono invece rilevanza per gli investitori che detengono le quote nell'ambito dell'esercizio di impresa commerciale, concorrendo a formare il reddito d'impresa secondo le ordinarie disposizioni contenute nel TUIR. Inoltre, si precisa che, escludendo dal risultato della gestione i proventi e gli oneri da valutazione, questi rileveranno solo nel momento in cui verranno effettivamente realizzati.

Il risultato di gestione risultante dal rendiconto, sezione reddituale, al 31 dicembre 2011 è pari ad Euro -13.329.120, al quale vanno ad aggiungersi le differenze positive da valutazione intercorse nel periodo: Euro 10.000.000 per le partecipazioni ed Euro 3.500.000 per gli immobili. Il reddito da considerare è quindi pari ad Euro -26,829,120, quindi i partecipanti che detengono le quote al di fuori dell'attività d'impresa non si imputeranno alcuna imposta per trasparenza, mentre coloro che detengono le quote nell'esercizio dell'attività d'impresa potranno sottoporsi a detrazione la loro quota di partecipazione delle perdite dell'esercizio. Nel caso il reddito netto fosse stato, a mero titolo esemplificativo pari ad Euro 20.000.000, l'imposta che i partecipanti, siano essi detentori di quote nell'ambito di attività d'impresa o meno, si imputeranno in trasparenza la percentuale di partecipazione al fondo calcolata sul reddito dell'esercizio nettato delle differenze di valutazione, quindi calcolata su Euro 6.500.000.

## CAPITOLO 6 – LA PREVIDENZA: EVOLUZIONI NORMATIVE ED ESIGENZE CONSEGUENTI

L'art. 32 del D.L. 78/2010 al comma 3 elenca i soggetti ai quali non si applicano le nuove disposizioni fiscali introdotte. Oltre allo Stato e gli enti pubblici, figurano gli OICR, le banche, le assicurazioni e, alla lettera c), *“le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria”*. Il legislatore ha quindi tenuto in considerazione non soltanto gli intermediari e gli operatori finanziari assoggettati a forme di vigilanza, ma anche i soggetti rientranti tra quelli che prestano, come controparti e/o gestori, servizi di operazioni di raccolta e impiego del risparmio tra un pubblico diffuso. Tale requisito sussiste nelle ipotesi in cui l'avvio dell'attività stessa sia sottoposto in via continuativa a controlli obbligatori sulla base di disposizioni normative vigenti nello Stato di residenza (Assegnati e Brustia, 2012). La vigilanza prudenziale deve essere verificata, tramite attestazione del soggetto, con riferimento all'investitore ovvero al soggetto incaricato della gestione dello stesso. Il carattere speciale del decreto in oggetto è quello di indirizzare le politiche di investimento di taluni soggetti ed è proprio in quest'ambito in cui si delineano gli investitori prescelti dal legislatore. Tra i soggetti prescelti dal legislatore si focalizza l'attenzione sulla categoria previdenziale in quanto emerge, nella normativa di riferimento, una precisa indicazione per i fondi pensione riguardo all'investimento immobiliare.

L'universo degli enti che si occupa di previdenza può essere schematizzato in due macro categorie: gli enti di previdenza obbligatoria e gli enti di previdenza

complementare. Entrambi i soggetti rientrano nelle fattispecie individuate come esenti dagli effetti della riforma fiscale ex art. 32 del D.L. 78/2010.

Gli enti di previdenza obbligatoria si suddividono poi tra gli enti pubblici e le casse di previdenza. Gli enti di previdenza pubblici, cui sono iscritti *ex lege* i lavoratori dipendenti o assimilati oltre che artigiani, commercianti e lavoratori autonomi, è costituito da due poli principali: l'INPS, che, in seguito all'incorporazione degli altri enti IPOST, INPDAI, INPDAP e ENPALS, si costituisce come ente per la gestione dei regimi pensionistici e delle prestazioni minori per i dipendenti pubblici e privati, e l'INAIL, che costituisce il polo a presidio della tutela per gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali. Le Casse di previdenza private dei professionisti (Enpam, Inarcassa, Cassa Forense, Cassa Geometri, Farmacisti, Commercialisti e Ragionieri, Giornalisti, etc.) rappresentano l'insieme di quegli enti costituiti ex D.lgs 103/96 ed ex D.lgs 509/94. Sono gli enti previdenziali di riferimento per i liberi professionisti ed hanno come principale attività quella di riscuotere e gestire i contributi previdenziali e assistenziali dei propri iscritti, provvedendo a riscuotere i contributi e a corrispondere le pensioni ai professionisti iscritti. Dal lato assistenziale, si occupano poi del pagamento delle prestazioni aggiuntive finalizzate a sostenere il reddito dei loro iscritti (come gli assegni familiari, gli assegni di disoccupazione, gli assegni comunali per la maternità e così via) e delle prestazioni di natura prettamente assistenziale (come la copertura sanitaria degli iscritti e dei loro familiari). I professionisti iscritti agli Albi professionali sono obbligati ad iscriversi alla propria Cassa di riferimento e a versare regolarmente i contributi previdenziali richiesti. Chi svolge una professione non rappresentata da una Cassa autonoma è invece obbligato ad iscriversi alla gestione separata dell'INPS.

Tali enti - ai sensi del D.L. 98/2011 - sono soggetti al controllo di COVIP sugli investimenti delle risorse finanziarie, oltre ad un generale controllo da parte del Ministero del Lavoro e dell'Economia, per quanto di propria competenza. Per tali enti l'investimento in fondi immobiliari chiusi rappresenta un'*asset class*

consolidata e in crescita, data la tendenza a sostituire l'investimento diretto in immobili con la sottoscrizione di quote di fondi, più o meno dedicati al singolo ente o alla categoria degli stessi. La statistica Adepp aggiornata al 2010 evidenzia quanto segue:

Euro mln	Ex DLGS 509/94	EX DLGS 103/96	Totale	
Investimenti mobiliari diretti	17.571	1.610	19.181	45,5%
Fondi comuni mobiliari e gestioni patrimoniali	9.274	861	10.135	24,1%
Investimenti immobiliari diretti	9.810	159	9.970	23,7%
Fondi comuni immobiliari	2.745	85	2.830	6,7%
<b>Totale</b>	<b>39.401</b>	<b>2.714</b>	<b>42.115</b>	

*Fonte Adepp, 2010*

I fondi pensione integrativi sono invece gli strumenti tecnici individuati dal legislatore per realizzare la previdenza complementare o pensione complementare, aggiuntiva rispetto a quella erogata dagli enti pensionistici obbligatori. Tramite un fondo pensione il lavoratore investe volontariamente i risparmi durante la vita lavorativa, allo scopo di garantirsi prestazioni pensionistiche aggiuntive rispetto a quelle erogate dagli enti previdenziali obbligatori. Tali fondi, introdotti col D.lgs 124/93, hanno subito un forte incremento col D.lgs 252/2005, che ha introdotto il "silenzio assenso" per il conferimento del Tfr.

Dal punto di vista tecnico i fondi pensione si possono suddividere in due tipologie: (i) a contribuzione definita, dove è certa l'entità dei contributi, che è periodica e costante, ma non è certa l'entità della prestazione ed il rischio cade sull'aderente. In tal caso l'entità della prestazione dipenderà delle performance di gestione del fondo; (ii) a prestazione definita: è certa l'entità della prestazione, ma l'entità dei contributi varia a seconda delle esigenze del gestore del fondo con riguardo agli obiettivi che intende perseguire ed il rischio grava quindi sul gestore del fondo. Secondo la normativa italiana, gli interessati ad una pensione integrativa possono scegliere se aderire ad un fondo

(preesistente<sup>68</sup>, negoziale o aperto) o se sottoscrivere un PIP (Piano di Previdenza Individuale), assimilabile ad una polizza assicurativa.

Anche i fondi pensione integrativi sono oggetto della vigilanza COVIP. A fine 2010 COVIP censiva 558 fondi, cui erano iscritti 5,3 milioni di soggetti pari al 23% della platea di riferimento, per un totale attivo destinato alle prestazioni di Euro 83,2 miliardi. Il sistema dei fondi veniva in generale definito “solido”, in quanto basato sulla prestazione contributiva, in massima parte a contribuzione definita, e regolato da stringenti meccanismi di investimento, regolati dal D.M. Tesoro 73/1996<sup>69</sup>.

Euro mln	2003		2011		
	N° Iscritti	Attivo (1)	N° Iscritti	N° Fondi	Attivo (1)
Fondi Pensione Preesistenti	671.474	30.057	667.000	375	42.100
Fondi Pensione Negoziali	1.042.381	4.543	1.994.215	38	25.265
. Di categoria				26	
. Aziendali e di gruppo				9	
. Territoriali				3	
PIP	508.757	1.278	2.061.665	76	12.900
Fondi Pensione Aperti	364.604	1.731	881.073	69	8.333
<b>Totale</b>	<b>2.587.216</b>	<b>37.609</b>	<b>5.603.953</b>	<b>558</b>	<b>88.598</b>

(1) Totale risorse destinate alle prestazioni

Fonte: Covip, 2011

Dall'esame della ripartizione degli investimenti emerge come ci sia una netta prevalenza di investimenti diretti - gli OICR coprono il 14,3% dell'attivo - e come la scarsa propensione all'investimento immobiliare, circoscritta ai soli fondi preesistenti, sia una caratteristica comune a tutte le forme di previdenza.

<sup>68</sup>I fondi pensione preesistenti sono forme pensionistiche complementari, così chiamate perché istituite prima della riforma della previdenza complementare del 1993, ex D.lgs 124/93

<sup>69</sup>Decreto 21 novembre 1996, n. 703 (Gazzetta Ufficiale 22 febbraio 1997, 44) - Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi di pensione e sulle regole in materia di conflitto d'interesse Art. 4 "Limiti agli investimenti":

1. Fermi restando i divieti ed i limiti di cui all'articolo 6 del decreto legislativo, i fondi pensione, nel rispetto dei criteri di cui all'art.2 del presente regolamento, nell'investimento delle proprie disponibilità possono detenere: a) liquidità entro il limite del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione; b) quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento del valore del fondo chiuso; [...]

Gli immobili e partecipazioni immobiliari coprono il 6,9% del totale e i fondi immobiliari chiusi sono presenti solo nei fondi preesistenti, dove assorbono il 17,1% del totale.

Nel dettaglio si segnala che nei PIP, nei fondi pensione aperti e nei fondi pensione negoziali, a fine 2010, non erano segnalati investimenti immobiliari, né diretti né attraverso OICR; prevale l'investimento diretto, con ricorso ad intermediari per mera attività di acquisto o vendita di prodotti finanziari. Nei fondi preesistenti la componente dell'investimento immobiliare è consistente. Quest'ultimi fondi pensione si dividono in fondi autonomi (dotati di soggettività giuridica) e fondi interni (posti nel bilancio dell'impresa in cui sono occupati i dipendenti iscritti al fondo).

### Tabella 7: Fondi pensione preesistenti

<u>Fondi pensione preesistenti</u>	N° Fondi	N° Iscritti	N° Pensionati	Totale Attivo
Euro mln				
Fondi autonomi	245	646.110	106.746	39.138
Fondi interni	130	21.820	23.113	2.924
. Di cui di banche	110	21.349	21.455	2.802
<b>Totale</b>	<b>375</b>	<b>667.930</b>	<b>129.859</b>	<b>42.062</b>
. di cui con oltre 5.000 iscritti	35	504.719	93.156	29.589
		76%	72%	70%

Fonte: Covip, 2011

Il comparto si caratterizza in generale – quanto meno per i fondi autonomi - per l'elevata incidenza di investimenti immobiliari diretti e la presenza di investimento in quote di fondi immobiliari. A fine 2010, metà del patrimonio immobiliare del comparto era concentrato su tre fondi, oltre il 70% su sette fondi, rispetto ad un totale di 32 fondi con investimenti immobiliari diretti, per lo più bancari.

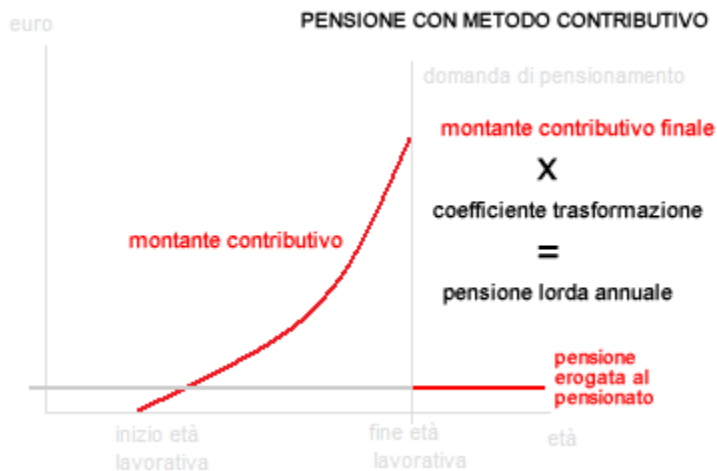
Alla luce di dette considerazioni, la COVIP, che rileva un eccessivo peso del patrimonio immobiliare, per lo più concentrato in pochi soggetti altamente esposti anche in modo diretto, ha introdotto, con apposita direttiva, indicazioni



che perseguono una gradualmente dismissione e valorizzazione dei patrimoni immobiliari detenuti. Ciò anche per far fronte alle prestazioni contributive, atteso che in tali enti la percentuale di pensionati rispetto agli iscritti in operatività cresce costantemente nel tempo.

Il sistema previdenziale italiano così strutturato si inserisce in un contesto normativo ed economico che impone una contrazione della spesa pubblica e, di conseguenza essendo una delle maggiori voci di costo per lo Stato, una consistente riduzione della spesa per le pensioni. Essendo stata innalzata la durata minima lavorativa, il sistema pensionistico è diventato totalmente contributivo ed è stato abbassato il coefficiente di trasformazione della pensione, così da disincentivare ulteriormente il pensionamento. Il coefficiente di trasformazione della pensione è un parametro che, calcolato sull'età del lavoratore nel momento in cui presenta la domanda di pensionamento, restituisce la pensione lorda annuale a partire dal suo montante contributivo individuale. I coefficienti di trasformazione sono quindi correlati direttamente all'età di pensionamento, di conseguenza quanto prima il lavoratore presenta la domanda di pensionamento, ad esempio per raggiungimento dell'anzianità contributiva, tanto minore è il coefficiente di trasformazione utilizzato per calcolare la sua pensione lorda annuale, poiché maggiore è la sua speranza di vita, ossia il periodo di tempo in cui percepirà la pensione.

**Tabella 8: montante contributivo**



Fonte: Covip, 2012

La riforma delle pensioni del D.L. 214/2011 consiste nel completamento della riforma previdenziale mediante l'estensione a tutti del metodo contributivo per il calcolo delle pensioni per le anzianità future a partire dall'1 gennaio 2012. Nella riforma al sistema pensionistico viene modificata la flessibilità per l'età di pensionamento, che viene elevata a 62 anni per le donne con una fascia di uscita flessibile incentivata fino a 70 anni, mentre per gli uomini la fascia di flessibilità è tra 66 e 70 anni. A causa dell'attuale crisi economico-finanziaria l'indicizzazione delle pensioni all'inflazione è garantita in modo pieno soltanto per le pensioni minime e in modo parziale per le pensioni fino a due volte il minimo. Le casse professionali continueranno ad operare in regime di autonomia, ma dovranno adottare provvedimenti funzionali di riequilibrio dei conti nel medio-lungo periodo, in assenza dei quali anch'esse dovranno convergere all'adozione del metodo contributivo entro il primo gennaio 2012. Il sistema pensionistico viene così riformato sulla base della tendenza demografica, caratterizzata da un aumento dell'aspettativa di vita e della crescita media del PIL, prevista quasi nulla nel breve periodo e con una piccola e costante crescita nei prossimi 5 anni.

Il sistema contributivo dei dipendenti è già allineato a tale nuovo regime

pensionistico e l'accorpamento in INPS degli enti INPDAP e ENPALS è stato operato anche in questa ottica. Le casse dei professionisti, invece, si devono allineare allo stesso meccanismo; per fare ciò è necessario che al loro interno venga valutata la redditività del patrimonio in essere alla data per verificarne la sostenibilità con i cambiamenti sopra citati. I patrimoni delle casse di previdenza nel 2011 sono caratterizzati da più di Euro 2 miliardi di investimenti nell'immobiliare, corrispondenti al 30% dell'intero patrimonio, la maggior parte del quale è gestito direttamente.

La riforma delle pensioni si inserisce poi in un contesto normativo e regolamentare che già era in evoluzione a partire dal D.M. n. 703/1996, che determinava le norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi di pensione. Recentemente, con il D.Lgs n. 252/2005 e il D.M. n. 62/2007 recanti le normative che disciplinano le forme pensionistiche complementari, sono stati introdotti limiti d'investimento e controlli COVIP anche per quest'ultime, che comportano l'adeguamento, salvo specifiche deroghe, dei fondi preesistenti entro il 30 giugno 2012. Per questa tipologia di fondi i limiti nell'investimento immobiliare da rispettare sono gli stessi già stabiliti per i fondi negoziali e si possono quantificare nel 20% dell'investimento del patrimonio del fondo pensione e nel 25% del valore del fondo chiuso stesso.

La categoria dei fondi pensione preesistenti è già strutturata da molti anni, con numerosi iscritti e con investimenti consolidati nel tempo. Questa situazione si colloca però in un contesto caratterizzato da tre elementi congiunturali: (i) innalzamento dell'aspettativa di vita media, che comporta quindi un numero crescente di pensionati che rimane tale per periodi sempre più lunghi; (ii) elevate percentuali di lavoratori vicini all'età del pensionamento, quindi graduale innalzamento della percentuale di somme erogate rispetto a quelle raccolte; (iii) introduzione dei citati limiti all'investimento e di concentrazione. Inoltre, in questa tipologia di fondi è frequente l'investimento del patrimonio

nel settore immobiliare, che però, oggi più che mai, risulta difficilmente liquidabile.

L'esigenza di smobilizzare il patrimonio investito per rientrare nelle soglie stabilite dalla COVIP, si accosta quindi alla crescente necessità di liquidità da erogare ai pensionati.

La tipologia dei fondi pensione negoziali è invece recente, istituita in conseguenza delle nuove categorie di lavoratori non ricomprese tra i fondi pensione preesistenti e della sempre maggiore esigenza di previdenza complementare. Questa situazione si colloca in un contesto caratterizzato da cinque elementi principali: (i) la riforma delle pensioni e l'integrale avvio del sistema contributivo rendono i fondi pensione integrativi "necessari" per raggiungere una pensione minima accettabile. Tale meccanismo è incentivato dallo Stato, essendo una soluzione per l'alleggerimento della spesa pubblica nell'ambito del sistema pensionistico; (ii) la possibilità di investire in settori illiquidi nel breve periodo, considerando le alte percentuali di lavoratori giovani e che versano maggiormente rispetto al passato; (iii) la possibilità di investire in settori ad oggi poco sfruttati dal sistema pensionistico, primo fra tutti l'immobiliare, senza dover sottostare ai limiti normativi sopra citati, in quanto riferiti principalmente ai fondi preesistenti; (iv) la capacità di assicurare il raggiungimento di rendimenti più elevati, oltre ad una maggiore trasparenza, rispetto al servizio offerto dall'INPS o con l'attribuzione del solo TFR; (v) la possibilità di frazionare il rischio ed evitare eccessive concentrazioni in settori che, con l'economia odierna, possono essere molto fluttuanti.

L'opportunità che si genera nell'unire i fabbisogni delle due tipologie di fondi pensione è riassunta nella strategia del fondo comune d'investimento immobiliare: da un lato i fondi pensione preesistenti hanno necessità di smobilizzare il patrimonio, così da poter rientrare nei limiti COVIP e recuperare la liquidità necessaria per far fronte alle erogazioni dei prossimi anni; dall'altro

i fondi pensione negoziali cercano per questioni di diversificazione del rischio, liquidità in eccedenza e prospettive di crescita futura uno sbocco sul mercato immobiliare.

Il fondo immobiliare si presenta come opportunità per i fondi pensione preesistenti, che: apportando gli immobili in cambio di quote e liquidità risolverebbero le loro problematiche di gestione degli immobili; puntando su economie di scala otterrebbero risparmi sui costi di gestione; avendo in portafoglio quote di OICR immobiliari non totalitarie consentirebbero di rispettare il limite imposto dalla COVIP; grazie alla flessibilità nella gestione dei flussi d'investimento e disinvestimento tipica del fondo immobiliare potrebbero accedere alla liquidità necessaria per sopperire alle esigenze di erogazioni future - che il Fondo potrebbe procurarsi o dall'ingresso dei capitali dei fondi negoziali o con la sottoscrizione di contratti di finanziamento sugli immobili apportati.

Il fondo immobiliare si presenta come opportunità per i fondi pensione negoziali anche sotto un altro aspetto: investendo la loro liquidità/patrimonio nel Fondo avrebbero modo di frazionare il rischio dei loro comparti tramite il settore immobiliare, adatto per il rendimento costante dei canoni di locazione, e soddisferebbero la crescente esigenza di allocazione di una quota del loro patrimonio destinabile ad investimenti alternativi (private equity fondi infrastrutturali, OICR immobiliari). Il fondo immobiliare, dotandosi di un portafoglio proveniente dai fondi pensione preesistenti, assicurerebbe da un lato la certezza dell'investimento e dall'altro la discreta certezza di poter sopperire ad eventuali stati di *vacancy* di alcune porzioni. Dotandosi inoltre di una struttura allo stesso tempo diversificata e solida, il fondo immobiliare permetterebbe adeguati rendimenti di medio/lungo periodo ricercati dai fondi negoziali.

L'eterogeneità dei fondi pensione preesistenti ha reso necessario un complessivo percorso di adeguamento alle nuove regole del settore secondo un

particolare tempistica, che ha previsto una serie di adeguamenti in seguito all'entrata in vigore del D.M. n. 62 del 2007. In linea generale, tutti i fondi pensione preesistenti hanno dovuto adeguare i propri statuti alle disposizioni di cui agli art. 5 "assetto organizzativo", 8 "finanziamento", 11 "prestazioni" e 14 "riscatti e trasferimenti" del D.lgs 252/2005, fatte salve alcune specifiche possibilità di deroga previste nel D.M. 62/2007. Vi sono fondi preesistenti che, anche a seguito degli interventi realizzati nel corso degli ultimi anni, si presentano del tutto allineati al modello tipico di forme complementari di nuova istituzione; in tale ambito l'assetto ordinamentale è stato impostato secondo lo schema di statuto previsto per i fondi negoziali. In relazione a questi adeguamenti, alla COVIP è attribuito il potere di consentire specifiche deroghe per i regimi previdenziali a prestazione definita e per quelli connotati da particolari specificità, in funzione di esigenze connesse all'equilibrio tecnico, al rispetto del criterio di sana e prudente gestione e alla tutela degli interessi degli iscritti, ivi incluso il contenimento dei costi.

Per poter accogliere il conferimento del TFR, i fondi pensione preesistenti hanno dovuto dotarsi, se non già esistente, di una sezione a contribuzione definita e i fondi pensione interni, bancari o assicurativi, hanno dovuto istituire un patrimonio separato. Per il conferimento del TFR con modalità tacite, i fondi pensione preesistenti devono osservare la disposizione di cui all'art.8, comma 9 del D.lgs. 252/2005 che stabilisce la creazione a tal fine di una linea di investimento a contenuto più prudenziale che garantisca rendimenti comparabili al tasso di rivalutazione del TFR.

Le suddette deroghe COVIP, introdotte dal D.M. n. 62 del 10 maggio 2007<sup>70</sup>,

---

<sup>70</sup>Art. 5 "Modelli gestionali e investimenti dei fondi pensione preesistenti"

1.[...] 2. I fondi pensione preesistenti possono: a) effettuare investimenti immobiliari sia in forma diretta, sia attraverso partecipazioni anche di controllo in società immobiliari, sia tramite quote di fondi immobiliari anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 4, comma 1, lettera b) del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 21 novembre 1996, n. 703. Fermo restando il rispetto dei criteri generali di gestione di cui al predetto decreto ministeriale, gli investimenti immobiliari di cui all'articolo 1, comma 1, lettera c), n.1), devono essere contenuti entro il limite totale del venti per cento del patrimonio del fondo pensione; i fondi che alla data di entrata in vigore del presente regolamento detengono investimenti superiori al predetto limite riconducono gli investimenti medesimi nell'ambito della predetta percentuale nel termine di cinque anni dall'entrata in vigore del presente decreto; [...]

consistono principalmente nella dilazione dei termini di adeguamento ai limiti di investimento di cui all'art. 6 "regime delle prestazioni e modelli gestionali" del D.lgs. 252/2005<sup>71</sup>. Ai fondi pensione preesistenti era chiesto di adeguarsi ai criteri e ai limiti di investimento per i fondi pensione di nuova istituzione di cui al detto art. 6 e alle disposizioni contenute nel D.M. 703/1996. Tale adeguamento, che non includeva i limiti di investimento riferiti agli investimenti immobiliari, era da portare a termine entro tre anni dall'entrata in vigore del D.M. 62/2007. Entro cinque anni dall'entrata in vigore di detto decreto ministeriale i fondi pensione preesistenti devono adeguarsi alle altre disposizioni degli art. 6 e 7 del D.lgs 252/2005, compatibilmente con il modello gestionale adottato, e quelli che investono direttamente in immobili, devono adeguare tale investimento al limite del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione stesso.

Appare delineata, alla luce delle indicazioni normative e dell'attuale contesto di mercato, la convenienza, per i fondi preesistenti, ad effettuare operazioni di apporto dei propri portafogli immobiliari in fondi immobiliari, al fine di cartolarizzare la componente di investimento immobiliare, conferendole un livello di liquidabilità superiore ed ottenendo, nel contesto di operazioni che coinvolgano una molteplicità di soggetti, importanti effetti diluitivi.

Il fondo immobiliare, poi, dotato di un regime fiscale agevolato in quanto, come descritto, non è soggetto al pagamento di imposte dirette sulla gestione corrente e straordinaria. Con riferimento agli investitori istituzionali, come i fondi pensione, non viene applicata nessuna trattenuta al momento della

---

<sup>71</sup> Art. 6 "Regime delle prestazioni e modelli gestionali"

1. I fondi pensione di cui all'articolo 3, comma 1, lettere da a) a h), gestiscono e risorse mediante:

a)[...] b)[...] c)[...]

d) sottoscrizione o acquisizione di [...] quote di fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi nei limiti di cui alla lettera e);

e) sottoscrizione o acquisizione di quote di fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi secondo le disposizioni contenute nel decreto di cui al comma 11, ma comunque non superiori al 20 per cento del proprio patrimonio e al 25 per cento del capitale del fondo chiuso.

distribuzione dei proventi in quanto trattasi di soggetti considerati lordisti. Si ritiene in definitiva che l'apporto nel portafoglio di un fondo immobiliare comporti effetti positivi inerenti l'efficientazione gestionale, essendo il portafoglio gestito da una struttura professionale capace di generare economie di scala, e l'efficientazione fiscale, garantita da un regime tributario caratterizzato dall'assenza di imposte sui redditi con liquidazione annuale e dalla ritenuta del 20% da liquidarsi solo al momento della distribuzione dei proventi.



## CONCLUSIONI

Il fondo chiuso rappresenta uno strumento di mercato, gestito in modo indipendente nel rispetto del principio di diversificazione del portafoglio e volto alla ricerca della migliore combinazione di rischio/rendimento: trattasi pertanto di uno strumento d'investimento adatto alle esigenze degli investitori istituzionali - prevalentemente assicurazioni, banche e fondi pensione - che nell'ottica della diversificazione puntano su un investimento finale nel settore immobiliare con un elevato profilo di rischio/rendimento.

Le recenti modifiche apportate nel 2010 e 2011 all'assetto normativo dei fondi comuni d'investimento immobiliare hanno fatto registrare importanti conseguenze per il settore. Se da un lato molti fondi immobiliari, individuati dal legislatore come veicoli per sfruttare il regime tributario di favore, sono stati posti in liquidazione agevolata, dall'altro gli immobili di valore, che, anche nel periodo congiunturale di crisi globale, più di tutti mantengono pressoché stabile il loro *fair value*, sono oggetto di compravendite nei cosiddetti fondi istituzionali per i quali la norma non ha inasprito il trattamento tributario.

Il legislatore con tale disposizione ha inteso negare lo status di fondo comune d'investimento e, pertanto, il correlato regime fiscale, a quei fondi che si discostano dal modello tipizzato dalle disposizioni civilistiche normative e che non attuano forme di gestione collettiva del risparmio. Un fondo, per essere considerato tale, necessita di una pluralità di sottoscrittori, a meno che l'unico detentore non rappresenti una pluralità di interessi così da raffigurare una

gestione collettiva, quale è il caso, ad esempio, dei fondi pensione o dei fondi comuni indicati al comma 3 dell'art. 32. Pertanto, qualora un organismo di investimento non possieda i requisiti previsti dalle sopra menzionate disposizioni, allo stesso non si applicherà la disciplina fiscale prevista per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e conseguentemente si applicheranno le disposizioni in materia di IRES. Tale prescrizione si applica anche agli OICR esteri che, qualora non rispettino i requisiti di autonomia e pluralità, potrebbero essere considerati soggetti passivi IRES, con la conseguenza che i quotisti, fiscalmente residenti in Italia, dovranno imputarsi per trasparenza i redditi conseguiti dal soggetto estero.

Le disposizioni di cui all'art. 32 del D.L. 78/2010, modificando e integrando la nozione civilistica di fondo comune di investimento, rimarcano la necessità della sussistenza dei requisiti di pluralità e diffusione delle quote del proprio patrimonio tra gli investitori nonché di autonomia della gestione da forme di interferenza da parte di quest'ultimi.

Dal confronto tra la nuova e la vecchia definizione emerge la chiara volontà del legislatore di non innovare, ma chiarire, la nozione di fondo chiuso al fine di circoscrivere l'utilizzo di tale strumento al solo ed esclusivo ambito della gestione collettiva del risparmio nella sua forma più pura, con l'evidente finalità di evitare un suo utilizzo distorto ed elusivo. Si ricorda che lo strumento rappresentato dal fondo immobiliare, grazie a specifiche disposizioni fiscali potenzialmente agevolative, è stato utilizzato quale veicolo per la strutturazione di operazioni immobiliari ove le esigenze di pianificazione fiscale hanno occultato la vera natura dello strumento stesso, ovvero la gestione collettiva del risparmio. Il legislatore ha pertanto definito una nuova disciplina tributaria afferente i fondi immobiliari tesa a penalizzare fortemente l'utilizzo dei fondi aventi finalità meramente fiscali.

In particolare, ha annoverato una serie di partecipanti, tra i quali figurano tra gli altri enti pubblici, organismi di investimento collettivo del risparmio,

intermediari finanziari e bancari, tra quelli che istituzionalmente mantengono una tassazione coincidente le disposizioni ante D.L. 78/2010. Diversamente tutti gli altri investitori, come ad esempio persone fisiche, società di persone o di capitali non ricomprese nell'elenco dei soggetti istituzionali, con partecipazioni superiori al 5% del patrimonio del fondo, si vedono applicato un regime di tassazione per trasparenza. Detto regime, attribuendo direttamente i risultati conseguiti dal fondo in capo al partecipante indipendentemente dalla effettiva percezione, costituirebbe un disincentivo all'investimento in fondi immobiliari da parte di soggetti non compresi tra quelli istituzionali.

Tuttavia, dal momento che gli strumenti finanziari saranno un punto cardine per la valorizzazione del patrimonio immobiliare dello Stato e che la disponibilità di capitali di investitori privati sarà determinante in tal senso, diventa essenziale allargare, pur nel pieno rispetto dello spirito originale della norma e quindi rimanendo nell'ambito degli investitori istituzionali portatori di interessi collettivi, la platea di investitori che possono investire in fondi immobiliari.

Da cinque anni le economie dei principali paesi occidentali soffrono quella che è stata definita la peggior recessione dal 1929. In alcuni casi il crollo del mercato immobiliare è stato uno dei fattori scatenanti, in altri una conseguenza. Il combinato effetto della maggior pressione degli istituti di credito e del ricorso sempre più frequente ai piani di ristrutturazione, unito ad una dinamica dei prezzi inevitabilmente tendente al ribasso, può sortire l'effetto di avvicinare investitori speculativi italiani o stranieri, le casse di previdenza nazionali e i fondi pensione, che, mossi anche dalla convinzione che investire nel settore immobiliare in un paese la cui ricchezza privata è ancora elevata sia comunque un buon affare, destinano una porzione sempre più rilevante dei propri investimenti ai fondi immobiliari.

## BIBLIOGRAFIA

Agenzia del Territorio, 2011. *Rapporto immobiliare. Il settore residenziale*. Osservatorio sul mercato immobiliare.

ANON., 2011. *REIT, caratteristiche dell'investimento*. Il Faro Finanziario. Disponibile su: [www.all-wall-street.com/03-sez.operativa/003-reit/000-reit/default.html](http://www.all-wall-street.com/03-sez.operativa/003-reit/000-reit/default.html)

ANON., 2011. *Finanza immobiliare*. Milano: maggio.

ANON., 2011. *Per i fondi immobiliari alternativi non sarà più necessario l'ok di Bankitalia*. Il Sole 24 Ore (11 gennaio). Disponibile su: <http://www.casabigfinacial.it>

ANON., 2011. *Fondi immobiliari, cancellate le nuove tasse*. Milano: Redazione Advisor. Disponibile su: <http://www.advisoronline.it/promotori-finanziari/risparmio-gestito/3109-fondi-immobiliari-cancellate-le-nuove-tasse.action>.

ANON., 2012. *Fondi immobiliari italiani*. Monitorimmobiliare.

Ardita, C., e Gazzetta, E., 2010. *Sulla natura giuridica dei fondi comuni di investimento: nota a sentenza n. 16605 Cass. civ. Sez. I, Sent., 15-07-2010*. Milano: Magistra Banca e Finanza

Assegnati, F., e Brustia, R., 2012. *Fondi immobiliari normativa e prassi*. Milano: CBA - Studio Legale e Tributario in collaborazione con Banque Privée Edmond de Rothschild Europe.

Assegnati, F., e Ferri, G., 2011. *Imposta sostitutiva di cui all'art. 32, comma 4.bis del D.L. 78/2010 – memorandum*. Milano: CBA – Studio Legale e Tributario. 12 settembre.

Assofondipensione, 2011. *Report statistico n. 2, quarto trimestre 2011*.

Assogestioni, 2012. *Mappa del risparmio gestito – 4° trimestre 2011*.

Assogestioni, 2012. *Fondi immobiliari italiani – 1° semestre 2012*.

Assoimmobiliare, 2011. *Proposte di modifica alla bozza di decreto attuativo ex art. 32 del D.L. 78/2010*. Roma, 30 marzo.

Assoimmobiliare, 2011. *Relazione di accompagnamento alle modifiche di emendamento dell'Art. 32 del D.L. 78/2010 sui fondi comuni di investimento immobiliare*.

Atto del Senato della Repubblica - A.S. n. 2228 del 15 luglio 2010

Barbagelata, G., e Piazza, M., 2011. *I fondi immobiliari a un bivio*. Il Sole 24 Ore, 30 (3 agosto).

Bisceglie, 2007. *Il patrimonio del fondo comune d'investimento mobiliare*

Busani, A., 2011. *Il regime fiscale dei fondi immobiliari ai fini delle imposte indirette. La nuova civilistica e fiscale dei fondi immobiliari alla luce del D.L. 78/2010*. Milano, 2/02/2011: Ipsoa WKI.

Busani, A., e Tomassini, A., 2011. *Prelievo incerto sui fondi immobiliari: mini-guida all'investimento*. Il Sole 24 Ore (7 marzo)

Camozzi e Bonisconi, 2006. *I fondi immobiliari ad apporto pubblico. Lineamenti giuridici e fiscali*. Milano: Camozzi & Bonisconi – Studio Legale e Tributario.

Cappio, F., Felling, V. e Vedana F., 2006. *I fondi immobiliari*. Milano: Egea S.p.A.

Carfora, L., 2007. *Il contratto. Definizione*. Diritto civile e commerciale

Cassazione, Sezione I, 15 luglio 2010 n.16605

Circolare n. 23/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 1 marzo 2002

Circolare n. 79. Assogestioni. Roma, 14 novembre 2005

Circolare n. 22/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 22 giugno 2006

Circolare n. 18/2010. *Le novità del settore immobiliare*. Milano: Sorefisa

Circolare n. 11/E. Assogestioni. Roma, 9 marzo 2011

Circolare n. 33/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 15 luglio 2011

Circolare n. 2/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 15 febbraio 2012

Circolare Prot. n. 121/12/C. Assogestioni. Roma, 23 novembre 2012

COVIP, 2012. *La previdenza complementare. Principali dati statistici*

COVIP, 2012. *Guida introduttiva alla previdenza complementare*

Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 "UCTIS IV"

Dl 21 novembre 1996, n. 703

Dl 25 settembre 2001, n. 351

Dl 10 maggio 2007, n. 62

Dl 25 giugno 2008, n. 112

Dl 31 maggio 2010, n. 78

Dl 13 maggio 2011, n. 70

Dl 6 luglio 2011, n. 98

Dl 24 gennaio 2012, n. 1

Dlgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della Finanza

Dlgs. 5 dicembre 2005, n. 252

DM 24 maggio 1999, n. 228

DPR 22 dicembre 1986, n. 917 – Testo Unico delle Imposte sui Redditi

Di Tanno, T., 2010. *Società immobiliari, fondi comuni d'investimento e siiq. La variabile fiscale nella scelta del modelli operativo*. TopLegal, n. 6 giugno 2010. Milano: Penta Group Srl

Elli, S., 2011. *I fondi alla svolta fiscale*. Il Sole 24 Ore – Dossier, 1 (22 marzo)

Gervasoni, A., 2003. *Osservatorio sul mercato immobiliare. La finanza immobiliare in Italia*. Milano

Gervasoni, A., et al., 2010. *Private Equity Monitor*

Gianasso, P., et al., 2010. *I fondi immobiliari in Italia e all'estero*. Roma: Scenari Immobiliari

Iacobelli, T., 2009. *Fondi immobiliari e Siiq: strumenti di investimento immobiliare a regime fiscale agevolato*. Roma: Methorios Capital Spa

Longa, E., 2011. *L'industria dei fondi immobiliari in Italia: prospettive e incertezze*. In: Workshop Real Estate. Milano, 22/03/2011

Longo, M. e Conio E., 2011. *Fondi comuni d'investimento – Un aggiornamento*. Freshfields Bruckhaus Deriger LLP. Disponibile su [www.freshfields.com](http://www.freshfields.com)

Marchesano, M., 2012. *Arriva sul mercato un'ondata di mattoni*. Il Mondo, 10 febbraio

Padula, S., 2012. *Casse e Fondi, stesse regole*. Il Sole 24 Ore, 24 (10 maggio)

Perrone, A., 2008. *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*. Milano: Giuffrè editore

Persico, G., 2012. *La liquidazione dei fondi immobiliari in scadenza. Disciplina di riferimento*. Milano, 26/01/2012

Peveraro, S., 2011. *Metti un watt nel fondo*. Milano Finanza, 31 (2 aprile)

Redazione La Lente sul Fisco, 2011. *Fondi immobiliari, la tassazione agevolata è minacciata dall'emanazione del decreto 78/2010*. Milano, A.L. Servizi S.r.l. Disponibile su: <http://www.lalentesulfisco.it/abc-news/dipartimento-del-tesoro-pubblicato-schema-di-regolamento-sui-fondi-di-investimento,3,3994>

Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio - provvedimento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007

Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio - provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012

Risoluzione n. 137/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 4 ottobre 2005

Risoluzione n. 61/E. Agenzia delle Entrate. Roma, 22 febbraio 2008

Schiavo, A., Maistrello, A., e Nicodemi, L., 2011. *I fondi immobiliari - nuova disciplina civilistica e fiscale. Considerazioni operative*. Milano: Tax & Law.

Studio n. 101-2012/T. *Il riassetto della disciplina tributaria dei fondi comuni d'investimento immobiliari successivamente alle modifiche apportate dal D.L. 70/2011*. Consiglio nazionale del notariato.

Trovato, I., 2012. *Le Casse private chiedono più spazio*. Corriere Economia, 15 (14 maggio)

Ursino, G., 2012. *Fondi immobiliari ancora in letargo*. Il Sole 24 Ore - Plus 24, 7 (3 marzo)