

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO TRIBUTARIO EUROPEO

Ciclo XXXIII

Settore Concorsuale: 12/D2

Settore Scientifico Disciplinare: IUS/12

**I SERVIZI DI INVESTIMENTO NELLA DISCIPLINA  
DELL'IMPOSTA SUL VALORE AGGIUNTO**

**Il quadro normativo europeo e la sua attuazione nazionale**

**Presentata da Italo Raffaele Muntoni**

Coordinatore Dottorato

Prof. Andrea Mondini

Supervisore

Prof. Andrea Mondini

**Esame finale anno 2021**



*Al grande e al piccolo Alberto,  
a mia moglie e a tutta la mia  
famiglia*



<b>Introduzione .....</b>	<b>3</b>
<b>Capitolo I - I servizi e le attività di investimento nel contesto europeo.....</b>	<b>11</b>
1.1 Profili generali .....	11
1.2 La “riserva di attività” e le “regole di condotta” .....	16
1.2.1 Le regole di condotta di portata generale .....	18
1.2.2 Le regole di condotta applicabili ai singoli servizi .....	25
1.3 I servizi accessori (cenni) .....	26
<b>Capitolo II - Inquadramento dei servizi di investimento nella Direttiva IVA</b>	<b>29</b>
2.1 La Direttiva IVA e le operazioni finanziarie: aspetti generali .....	29
2.2 Il sistema delle esenzioni nella Direttiva IVA.....	32
2.3 L’accessorietà e le “operazioni miste” .....	42
2.4 Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f).....	46
2.4.1 La proposta di modifica della Direttiva 2006/112 (cenni).....	48
2.4.2 Il significato dei termini “operazioni” e “negoziazione” .....	53
2.4.2.1 Aspetti generali .....	53
2.4.2.2 Il termine “operazioni” alla luce delle sentenze CSC e SDC .....	56
2.4.2.3 Il termine “negoziazione” alla luce delle sentenze CSC e SDC .....	64
2.4.3 Il significato dei termini “custodia” e “gestione” .....	67
2.4.4 Classificazione MiFID e fiscale dei servizi di investimento.....	69
<b>Capitolo III - Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento ....</b>	<b>75</b>
3.1 Premessa .....	75
3.2 Ricezione e trasmissione di ordini ed esecuzione di ordini.....	76
3.3 Negoziazione per conto proprio .....	80
3.4 Collocamento.....	85
3.4.1 Profili generali.....	85
3.4.2 Aspetti particolari del servizio di “collocamento” .....	90
3.4.3 Il trattamento ai fini IVA del servizio di “collocamento” .....	93
3.5 Gestione individuale di portafogli .....	99
3.5.1 Profili generali.....	99
3.5.2 Il trattamento IVA del servizio di gestione di portafogli .....	103
<b>Capitolo IV - I servizi di investimento nel contesto italiano .....</b>	<b>115</b>
4.1 Profili generali .....	115
4.2 I servizi di investimento nel TUF.....	118
4.3 Il trattamento ai fini IVA delle operazioni finanziarie .....	124
4.3.1 Operazioni relative ad azioni, obbligazioni e altri titoli.....	126
4.3.2 Operazioni relative a valori mobiliari diversi dai titoli.....	127
4.3.3 Prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione .....	128
4.3.4 Alcune eccezioni: custodia e amministrazione dei titoli.....	129
4.3.5 Un’ulteriore eccezione: la gestione individuale di portafogli .....	130
4.4 Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento.....	131
4.5 I servizi di investimento in alcuni dei principali Paesi europei.....	136
4.6 I modelli di business e la variabile fiscale.....	143

4.6.1	Principali modalità organizzative adottate dagli intermediari.....	144
4.6.2	Il diritto alla detrazione.....	155
4.6.3	Ulteriori effetti sulle scelte organizzative.....	161
4.7	La normativa interna nella prassi dell'Amministrazione Finanziaria.....	163
4.7.1	Operazioni relative a titoli .....	163
4.7.2	Prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione .....	176
	<b>Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti .....</b>	<b>183</b>
5.1	Premessa .....	183
5.2	La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo .....	185
5.2.1	Profili MiFID .....	185
5.2.2	Profili fiscali .....	190
5.3	La consulenza in materia di investimenti nel contesto italiano .....	200
5.3.1	La consulenza tra attività "libera" e "riservata" .....	201
5.3.2	La disciplina fiscale dettata dal DPR n. 633/1972.....	209
5.4	Il servizio di consulenza quale attività di "negoziazione" ai fini IVA.....	220
5.5	Classificazione MiFID e fiscale del servizio di consulenza .....	235
	<b>Considerazioni finali .....</b>	<b>239</b>
	<b>Bibliografia.....</b>	<b>247</b>

## Introduzione

Lo studio dei profili fiscali IVA dei servizi di investimento non può prescindere, oggi più che mai, da un previo inquadramento delle fattispecie all'interno del più ampio contesto normativo comunitario. E questo non solo per l'importanza che l'abbattimento delle frontiere ha avuto sui mercati finanziari<sup>1</sup>, ma anche (e soprattutto) per un duplice ordine di altri motivi.

Da un lato, il settore dell'intermediazione finanziaria è oggi caratterizzato, a livello europeo, da una forma di armonizzazione massima delle normative nazionali, che rappresenta una sorta di ritorno verso quell'uniformazione delle legislazioni che già con il Trattato di Roma era stata individuata quale migliore strumento per il raggiungimento degli obiettivi che lo stesso Trattato si era posto<sup>2</sup>.

Tale strumento, in realtà, era stato abbandonato negli anni Ottanta, a seguito dei deludenti esiti raggiunti, quando la Commissione europea, con il famoso Libro bianco, si indirizzò verso un'armonizzazione minima delle regole comunitarie accompagnata dal principio del c.d. mutuo riconoscimento<sup>3</sup>, sostanzialmente finalizzato a dare concreta realizzazione alle quattro libertà fondamentali esplicitate nel Trattato istitutivo della Comunità Europea (TCE), nonché dal principio della competenza di vigilanza del Paese d'origine (c.d. *home country control*).

---

<sup>1</sup> Cfr. Commissione delle comunità europee, “Libro Bianco - La politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010”, COM(2005) 629 definitivo, 2005.

<sup>2</sup> SFAMENI P. – GIANNELLI A., “Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari”, Egea, Seconda Edizione, 2015, pagg. 11 ss..

<sup>3</sup> Secondo cui, per la parte che a noi interessa in questa sede, uno Stato Membro dell'Unione Europea non può vietare che un servizio d'investimento legittimamente erogato in un altro Stato Membro sia prestato, alle medesime condizioni, anche sul suo territorio, salvo il sopraggiungere di questioni di interesse generale.

## Introduzione

Dall'altro lato, la normativa IVA comunitaria, di cui in questo lavoro si intende analizzare la particolare applicazione ai servizi di investimento, è essenzialmente finalizzata (sin dalla sua nascita), secondo quanto previsto dall'art. 99 del TCE<sup>4</sup>, alla “*armonizzazione del regime di imposizione sulla cifra di affari*” vigente nei singoli Paesi membri.

Come si avrà modo di rilevare nel presente lavoro, tuttavia, le due normative europee (MiFID da un lato e fiscale dall'altro) non dialogano tra loro. Ciò determina una mancanza di coordinamento e una frammentazione di definizioni suscettibili di generare confusione tra gli operatori, oltre all'allontanamento da quella certezza giuridica più volte auspicata tanto in dottrina quanto in giurisprudenza.

Scopo del presente lavoro è, quindi, quello di analizzare se le due normative si incontrano quantomeno nell'attività ermeneutica della Corte di giustizia europea e se quest'ultima, nell'interpretare i termini

---

<sup>4</sup> Cfr. CECAMORE L., voce “*Valore aggiunto (imposta sul)*” in Dig. comm., 1999. “*Il mercato comune - se veramente tale - non può legittimare che negli scambi, tanto sul piano nazionale che nel suo ambito (e quindi anche fra gli Stati membri) siano operanti fattori che possano alterare le condizioni di concorrenza*”. Ciò ha “*indotto prima gli estensori del trattato istitutivo della Comunità Economica Europea (2) a prevedere l'armonizzazione del regime di imposizione sulla cifra di affari (art. 99) vigente nei singoli paesi membri e, quindi, gli Organi della CEE ad optare per l'introduzione di una imposta del tipo di quella sul valore aggiunto. Furono emanate in proposito due direttive (dir. 67/67/CEE e dir. 67/68/CEE, del 11-4-19) da parte del Consiglio della CEE relative alla struttura ed ai tempi di introduzione di tale nuovo sistema impositivo in luogo delle forme di imposizione cumulativa a cascata*”. “*La matrice comunitaria si è poi accentuata con la previsione [...] della instaurazione progressiva del mercato interno - superandosi così la nozione di mercato comune - inteso come mercato senza frontiere interne, nell'ambito del quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali [...]. In attuazione di tali ultime disposizioni sono state approvate altre direttive comunitarie dirette a disciplinare, una volta venute meno le frontiere doganali, l'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto negli scambi intracomunitari (dir. 91/680/CE, del 16-12-1991), a semplificarne la disciplina (dir. 92/111/CE, del 14-12-1992) ed a modificare, sempre al fine di introdurre semplificazioni, la qualificazione di alcune fattispecie non più considerate operazioni intracomunitarie (dir. 95/7/CE, del 5-4-1995), ovvero dirette ad armonizzare la misura delle aliquote applicabili sulle operazioni effettuate (v. le direttive sul riavvicinamento delle aliquote IVA dir. 92/77/CE, del 19-10-1992, n. 77 e dir. 96/95/CE, del 20-12-1996)*”. In tale contesto, si richiamano, poi (e soprattutto), le “*disposizioni contenute nella sesta dir. 77/388/CEE (in data 17-5-1977, n. 388) tendenti ad una più accentuata armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri in materia di imposta sul valore aggiunto. Tale direttiva, tuttora di riferimento per le legislazioni nazionali [...], tende a fornire criteri uniformi di applicazione del tributo anche al fine di utilizzare i relativi dati per il calcolo delle somme che gli Stati membri devono versare alle comunità, per finanziarne il bilancio, a titolo di «risorse proprie» attribuite alla Comunità stessa*”.



## Introduzione

della Direttiva IVA, abbia sentito la necessità di rinviare alle nozioni e ai concetti esplicitati nella Direttiva MiFID.

A tal fine, sia pur consapevoli del fatto che la normativa fiscale europea dettata in materia di IVA si applica a diversi settori di cui quello finanziario è solamente uno dei tanti e che ciascun settore ha le proprie peculiarità di cui non si può non tener conto nel momento in cui ci si approccia all'individuazione del relativo trattamento fiscale, nel presente lavoro si è scelto di partire proprio dalla normativa europea dettata in materia di servizi di investimento.

Ciò con l'obiettivo essenziale di chiarire il significato dei termini utilizzati dal legislatore comunitario della normativa MiFID onde consentire una più agevole applicazione della Direttiva IVA e, in particolare, del relativo regime di esenzione, al mondo dei servizi di investimento, con il fine ultimo di tracciare un collegamento tra normativa di matrice MiFID e normativa fiscale.

Una volta individuato il corretto significato dei termini utilizzati in ambito finanziario, quindi, si cercherà di individuare a quali di questi termini il legislatore fiscale ha inteso fare riferimento quando ha disciplinato il regime delle esenzioni IVA nonostante l'utilizzo, per ovvie ragioni, di termini molto più generici e di più ampia portata.

Verranno, poi, analizzate le modalità di recepimento della normativa comunitaria nell'ordinamento nazionale cercando, anche a livello domestico, quel collegamento, tra normativa fiscale e normativa di settore (finanziario), necessario per garantire certezza giuridica agli operatori e mettendo in evidenza alcuni dubbi che tutt'ora permangono con riferimento al corretto trattamento fiscale di alcuni servizi di investimento.

## Introduzione

Verrà fatto anche un cenno alle modalità di recepimento della normativa comunitaria negli ordinamenti di alcuni dei principali Stati Membri, con particolare riferimento ai servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, anche al fine di valutare se (e in che misura) eventuali differenze possano incidere sul modello di *business* dei principali *player* del settore e, quindi, determinare vantaggi o svantaggi concorrenziali.

Al riguardo, l'attenzione si focalizzerà sui servizi di investimento prestati (1) dalle banche, dalle Sim e da consulenti/società di consulenza finanziaria, (2) nei confronti della clientela al dettaglio (o *retail*)<sup>5</sup>.

Nell'ambito dei servizi di investimento, particolare attenzione sarà rivolta alla consulenza, cui sarà dedicato un apposito capitolo, non perché sia assoggettata ad una normativa *ad hoc* rispetto agli altri servizi, bensì per il peso che la stessa sta acquisendo, tanto in Italia, quanto in Europa, nonché per le maggiori (e particolari) criticità che la stessa ha incontrato (e tuttora incontra) in termini di corretta interpretazione delle norme di riferimento e, quindi, di corretto inquadramento (e conseguente trattamento) ai fini IVA.

Ciò riveste ancora maggiore importanza se si considera il particolare momento storico che stanno attraversando i mercati finanziari e, più in generale, il mondo dell'intermediazione finanziaria<sup>6</sup>, caratterizzato dal perdurare di un contesto di bassi tassi d'interesse a causa sia dell'elevata (e prolungata) incertezza macroeconomica che della (conseguente) politica monetaria particolarmente espansiva

---

<sup>5</sup> Non si farà riferimento, quindi, ai servizi di investimento prestati nei confronti di clienti professionali (come definiti dall'art. 35, comma 1, lett. d, del Regolamento Intermediari) e di controparti qualificate (come definite dall'art. 61, comma 1, del medesimo Regolamento).

<sup>6</sup> Si fa sempre riferimento al contesto europeo.

## Introduzione

condotta dalla Banca Centrale Europea e, in definitiva, il ruolo sempre maggiore che la consulenza sarà chiamata a svolgere.

Tali aspetti incidono sia sugli intermediari finanziari che sui risparmiatori/investitori.

Con riferimento ai primi, la contrazione del margine di interesse, sostanzialmente a seguito della riduzione della differenza fra il tasso medio sui prestiti e quello medio sui depositi, ha determinato una riduzione degli utili generati dalla attività bancaria “tradizionale” (quella commerciale) e ha condotto gli intermediari bancari a ricercare una compensazione attraverso l’aumento del margine commissionale (quale differenza tra le commissioni attive e passive<sup>7</sup>).

Ciò ha determinato, come conseguenza, una maggiore spinta verso l’offerta di servizi di investimento alla clientela (anche attraverso l’espansione delle masse gestite) e l’attribuzione di un ruolo sempre crescente alla consulenza, soprattutto “non indipendente” (come si vedrà nel prosieguo della trattazione).

Per gli intermediari bancari, infatti, la consulenza in materia di investimenti (generalmente gratuita) è un “generatore” di ricavi indiretti rappresentati dalle diverse tipologie di commissioni (da quelle di negoziazione sugli strumenti finanziari, a quelle di gestione, fino ai cc.dd. incentivi – v. *infra*).

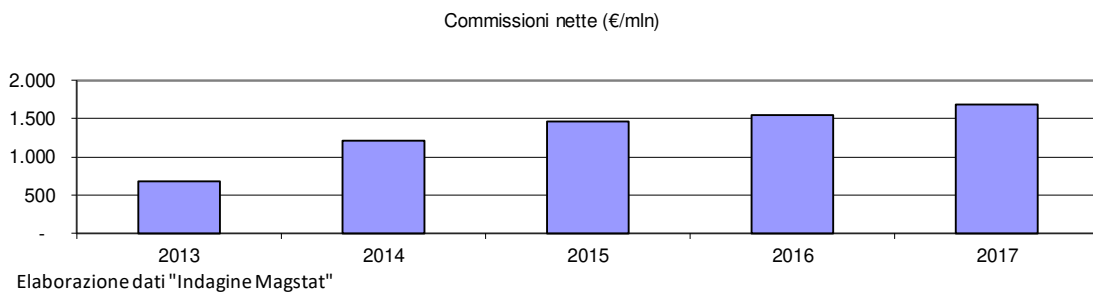
Per gli intermediari non bancari, invece, la consulenza rappresenta essa stessa fonte di ricavi e, quindi, di utili, essendo generalmente remunerata direttamente dal cliente.

---

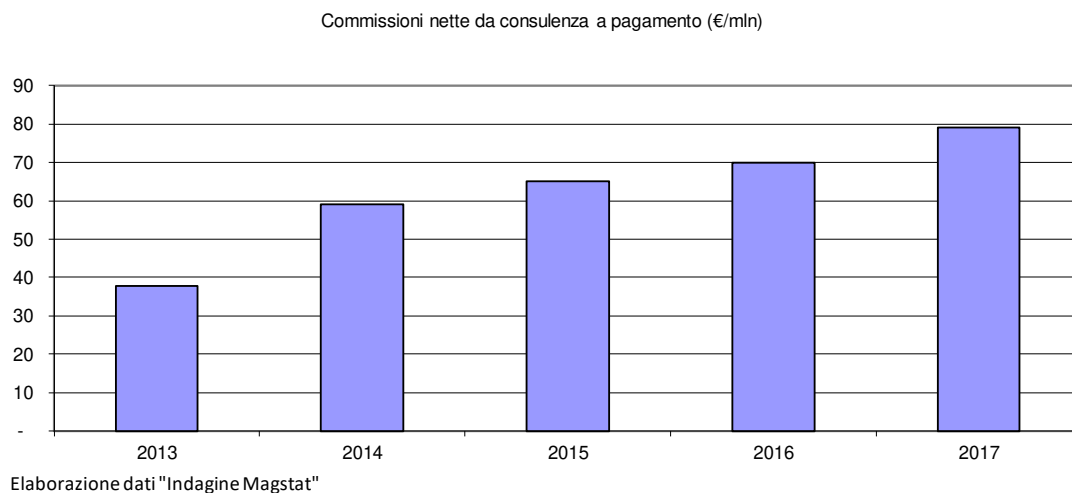
<sup>7</sup> Oltre che attraverso ottimizzazioni di costo e più efficienti processi di *business*.

## Introduzione

A mero titolo indicativo del *trend* in atto nei margini commissionali, secondo quanto emerso dall'indagine Magstat 2018<sup>8</sup> condotta sul *private banking*, Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking, che era al primo posto in Italia alla fine del 2017 per masse gestite con 151,4 miliardi di euro (considerando fondi comuni, gestioni di portafoglio, assicurazioni vita, fondi pensione), ha visto le commissioni nette passare da 676 milioni di euro nel 2013 a 1,686 miliardi di euro nel 2017:



Lo stesso intermediario, nel medesimo periodo, ha registrato un notevole incremento anche delle commissioni nette da consulenza, che sono passate da circa 38 milioni di euro nel 2013 a 79 milioni di euro nel 2017:



<sup>8</sup> Realizzata dalla società di Bologna Magstat con riferimento ai dati di bilancio 2017, fonte [https://www.ilsole24ore.com/art/ricchezza-italiana-sempre-piu-concentrata-ecco-chi-gestisce--AE5UVaNF?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/ricchezza-italiana-sempre-piu-concentrata-ecco-chi-gestisce--AE5UVaNF?refresh_ce=1)

## Introduzione

La ricerca di maggiori commissioni genera il rischio di una eccessiva pressione, da parte della rete commerciale, sulla clientela (soprattutto su quella al dettaglio) e, quindi, la necessità di una crescente tutela dei risparmiatori/investitori.

Dall'altro lato, la situazione di bassi tassi d'interessi ha determinato (e sta ancora determinando) una spinta sui risparmiatori/investitori stessi verso la ricerca di nuove forme di investimento maggiormente remunerative e, conseguentemente, più rischiose.

Un esempio può essere rappresentato dai crescenti investimenti in obbligazioni bancarie, dalle più semplici (*senior*, a tasso fisso, in euro) a quelle più complesse (quali le obbligazioni subordinate), soggette al c.d. *bail-in*<sup>9</sup>, fino ad altri prodotti quali gli strumenti

---

<sup>9</sup> Il *bail-in* (letteralmente salvataggio interno), introdotto dalla direttiva BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive - 2014/59/UE*), è uno strumento che consente, al ricorrere delle condizioni di risoluzione, la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e a mantenere la fiducia del mercato. In caso di dissesto, in particolare, il valore delle attività si riduce e il capitale è azzerato: nella fase finale, l'autorità dispone il c.d. *bail-in* che permette di ricostituire il capitale attraverso la conversione di parte delle passività ammissibili in azioni. Il *bail-in* pertanto consente alla banca di continuare a operare e a offrire i servizi finanziari ritenuti essenziali per la collettività. Il *bail-in* si applica seguendo una gerarchia la cui logica prevede che chi investe in strumenti finanziari più rischiosi sostenga prima degli altri le eventuali perdite o la conversione in azioni. Solo dopo aver esaurito tutte le risorse della categoria più rischiosa si passa alla categoria successiva. In primo luogo, si sacrificano gli interessi dei "proprietari" della banca, ossia degli azionisti esistenti, riducendo o azzerando il valore delle loro azioni. In secondo luogo, si interviene su alcune categorie di creditori, le cui attività possono essere trasformate in azioni – al fine di ricapitalizzare la banca – e/o ridotte nel valore, nel caso in cui l'azzeramento del valore delle azioni non risulti sufficiente a coprire le perdite. Ad esempio, in caso di *bail-in*, chi possiede un'obbligazione bancaria potrebbe veder convertito in azioni e/o ridotto (in tutto o in parte) il proprio credito, ma solo se le risorse degli azionisti e di coloro che hanno titoli di debito subordinati (cioè più rischiosi) si sono rivelate insufficienti a coprire le perdite e ricapitalizzare la banca, e sempre che l'autorità non decida di escludere tali crediti in via discrezionale, al fine di evitare il rischio di contagio e preservare la stabilità finanziaria. L'ordine di priorità per il *bail in* è il seguente: i) gli azionisti; ii) i detentori di altri titoli di capitale, iii) gli altri creditori subordinati; iv) i creditori chirografari; v) le persone fisiche e le piccole e medie imprese titolari di depositi per l'importo eccedente i 100.000 euro; vi) il fondo di garanzia dei depositi, che contribuisce al *bail-in* al posto dei depositanti protetti. È, dunque, necessario che gli investitori facciano estrema attenzione ai rischi di alcune tipologie di investimento, in particolare al momento della sottoscrizione. Alla clientela al dettaglio che intende sottoscrivere titoli della banca dovrebbero essere offerti innanzitutto certificati di deposito coperti dal Fondo di garanzia in luogo delle obbligazioni, soggette a *bail-in*. Allo stesso tempo, le banche dovranno riservare gli strumenti di debito diversi dai depositi agli investitori più esperti, soprattutto quando si tratta di

## Introduzione

finanziari derivati o, negli ultimi anni, la crescente diffusione dei cc.dd. *investment certificate*<sup>10</sup>.

---

strumenti subordinati, ossia quelli che sopportano le perdite subito dopo gli azionisti. Fonte <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/gestione-crisi-bancarie/index.html>.

<sup>10</sup> Gli *investment certificate* sono derivati cartolarizzati, ovvero una combinazione di contratti finanziari incorporati in un titolo, negoziabile come un titolo azionario. Questi prodotti sono emessi da istituzioni finanziarie che si assumono l'obbligo dei pagamenti dei flussi dovuti, coerentemente con quanto contenuto nell'apposito prospetto informativo. In Italia i mercati principali di negoziazione di tali strumenti sono SeDeX e EuroTLX. Il mercato dei *certificati* offre molteplici tipologie di strumenti, ma occorre considerare come l'offerta di prodotti sia caratterizzata da un continuo processo di innovazione per mantenere il passo sia delle richieste degli investitori che delle variazioni del contesto di mercato. Le principali categorie di *investment certificate* sono: a capitale protetto, a capitale condizionatamente protetto, a capitale non protetto e a leva. Fonte [www.acepi.it](http://www.acepi.it)

# Capitolo I - I servizi e le attività di investimento nel contesto europeo

## 1.1 Profili generali

La disciplina dei mercati finanziari in ambito europeo è dettata, a partire dal 2014, dalla Direttiva 2014/65/UE<sup>11</sup> (c.d. MiFID II) e dal Regolamento (UE) 600/2014<sup>12</sup> (c.d. MiFIR). Il legislatore europeo, in particolare, è intervenuto a riformare il previgente impianto normativo delineato dalla Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) al fine precipuo di adeguarlo all'evoluzione subita dai mercati<sup>13</sup>.

Secondo quanto evidenziato nei Considerando della MiFID II, infatti, *“è aumentato il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che è loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di tali sviluppi è opportuno che il quadro giuridico dell'Unione disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è necessario assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta l'Unione, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro d'origine”*.

Un maggior grado di armonizzazione, in realtà, era stato già cercato con la Direttiva MiFID<sup>14</sup>, sulla base del convincimento che

---

<sup>11</sup> Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (cd. MiFID II), entrata in vigore il 3 gennaio 2018.

<sup>12</sup> Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>13</sup> La Direttiva (UE) 2016/1034 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, che modifica la Direttiva 2014/65/UE, ha prorogato la data di recepimento del nuovo quadro normativo posticipando l'applicazione della Direttiva MiFID II al 3 gennaio 2018 e fissando al 3 luglio 2017 il termine entro cui gli Stati membri dovevano adottare e pubblicare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per uniformarsi alla Direttiva.

<sup>14</sup> Su tale aspetto vd. AMBROSINI S. – DEMARCHI P. G., *“Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari”*, Giuffrè, 2009, pagg. 76 ss..

l'uniformità delle regole fosse una condizione necessaria per la realizzazione di un mercato unico efficiente, all'indomani degli esiti deludenti che l'armonizzazione minima, abbinata al principio di mutuo riconoscimento e a quello della competenza di vigilanza del Paese d'origine, avevano mostrato<sup>15</sup>.

La necessità di una revisione dell'intero impianto normativo è stata accentuata dalla prolungata crisi finanziaria che ha caratterizzato il periodo storico compreso tra le Direttive MiFID e MiFID II (a partire dal 2007) e che ha fatto emergere una serie di carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari<sup>16</sup>.

In questo quadro, secondo quanto evidenziato nella stessa MiFID II, *“il gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE ha invitato l'Unione a elaborare un insieme più armonizzato di norme finanziarie”*<sup>17</sup>.

La MiFID II, in particolare, si focalizza (per la parte che in questa sede maggiormente interessa) soprattutto sui rapporti tra

---

<sup>15</sup> Cfr. in tal senso SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 11. Il principio del mutuo riconoscimento, in particolare, *“comporta che un servizio legittimamente erogato nel territorio di uno Stato membro può essere offerto alle medesime condizioni negli altri Stati membri, nei confronti dei quali esiste, dunque un divieto di imporre ulteriori condizioni – restrittive – alla prestazione del servizio stesso. Unica eccezione ammessa al principio del mutuo riconoscimento – secondo l'elaborazione della Corte di Giustizia – è quella del c.d. interesse generale (general exception rule) dello Stato ospitante. Il principio del mutuo riconoscimento [...] richiedeva però di definire quale fosse l'autorità competente per le istituzioni a cui veniva fornito il c.d. passaporto europeo e quale fosse il livello minimo di regole da osservare”* (v. *infra*).

<sup>16</sup> Sul punto vd. TROIANO V. – MOTRONI R., *“La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati”*, Cedam, 2016, pag. XV. Come evidenziato dagli autori, la crisi *“ha agito da catalizzatore nella ridefinizione delle strutture di vertice dell'ordinamento finanziario europeo. L'adozione, per il settore creditizio, di meccanismi unici di vigilanza e risoluzione ha modificato nel profondo le pregresse formule esplicative della funzione di supervisione; è avviato un percorso similare concernente i mercati finanziari”*.

<sup>17</sup> Cfr. Considerando (6) e (7) della Direttiva MiFID II. Inoltre, *“Alla luce di quanto precede, la direttiva 2004/39/CE è ora in parte rifiuta nella presente direttiva [MiFID II, n.d.r.] e in parte sostituita dal regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio. Insieme i due strumenti dovrebbero costituire il quadro giuridico che disciplina i requisiti applicabili alle imprese di investimento, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dei dati e alle imprese di paesi terzi che effettuano servizi o attività di investimento nell'Unione”*.



intermediari e clienti intervenendo tanto sulla *governance* societaria quanto sulla tutela degli investitori<sup>18</sup>.

Relativamente al primo aspetto, la nuova Direttiva intende imporre agli intermediari di attuare una serie di procedure e di controlli, proporzionali e adeguati a natura, dimensioni e complessità dell'attività svolta, nonché ai servizi e alle attività di investimento prestati, sostanzialmente finalizzati a garantire un solido quadro di *governance*, con una struttura organizzativa ben definita e una chiara definizione delle varie responsabilità, nonché efficaci processi per la gestione dei rischi e per garantire la conformità (c.d. *compliance*) alle norme<sup>19</sup>.

Quanto al secondo aspetto, la Direttiva interviene sulle misure relative all'informativa alla clientela in relazione ai servizi di investimento e alle regole di adeguatezza e di appropriatezza nella prestazione dei servizi di investimento nonché sulle regole di condotta da seguire nella distribuzione di prodotti finanziari (soprattutto se complessi), al fine precipuo di recuperare la fiducia degli investitori all'indomani della crisi<sup>20</sup>.

Scopo principale del Regolamento MiFIR è, poi, quello “*di rimuovere i restanti ostacoli alla negoziazione transfrontaliera e le distorsioni significative alla concorrenza derivanti da leggi nazionali divergenti, nonché evitare l'insorgere di ulteriori probabili ostacoli*

---

<sup>18</sup> Sono previsti, tra gli altri, anche interventi finalizzati ad introdurre la vigilanza sui prodotti (oltre che sui comportamenti degli intermediari) e una maggiore regolamentazione dei mercati, oltre a rafforzare i poteri di vigilanza in capo alle Autorità di vigilanza.

<sup>19</sup> Come evidenziato al Considerando (33) del Regolamento Delegato (UE) 2017/565, “*Le imprese di investimento variano ampiamente quanto a dimensioni, struttura e natura dell'attività esercitata. La regolamentazione dovrebbe, da un lato, tenere conto di tale varietà, e, dall'altro, imporre taluni requisiti fondamentali che siano appropriati per tutte le imprese. Le entità regolamentate dovrebbero conformarsi ai loro obblighi di alto livello e dovrebbero concepire e adottare misure il più possibile adeguate alla loro particolare natura e alle loro particolari caratteristiche.*”. Inoltre, l'art. 21, par. 1, comma 2, stabilisce che “*per conformarsi ai requisiti stabiliti nel presente paragrafo [Requisiti organizzativi generali, n.d.r.], le imprese di investimento tengono conto della natura, delle dimensioni e della complessità dell'attività svolta, nonché della natura e della gamma dei servizi e delle attività di investimento che prestano ed esercitano nel quadro di tale attività.*”.

<sup>20</sup> Sul punto cfr. TROIANO V. – MOTRONI R., op. cit., pagg. 4 ss..

[...] e distorsioni”<sup>21</sup>, essendo esso direttamente applicabile negli Stati membri.

Insieme, i suddetti strumenti costituiscono il quadro giuridico che disciplina i requisiti applicabili alle imprese di investimento e ai mercati degli strumenti finanziari, la c.d. normativa di “primo livello”<sup>22</sup>.

Nell’ambito della normativa di “secondo livello” rientrano, invece<sup>23</sup>:

(1) la Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016 che integra la MiFID II per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari, nonché

(2) il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la MiFID II per quanto riguarda i

---

<sup>21</sup> Come evidenziato al Considerando (3) del medesimo Regolamento.

<sup>22</sup> La c.d. procedura *Lamfalussy* (dal nome del presidente del Comitato dei “saggi” nominato dalla Commissione nel luglio del 2000 per studiare misure volte ad accelerare il processo normativo europeo nel settore dei servizi finanziari), nella configurazione successiva al Trattato di Lisbona, prevede in estrema sintesi una normativa di “primo livello” e una di “secondo livello”. La normativa di “primo livello” è rappresentata da direttive e regolamenti, adottati dal Parlamento e dal Consiglio secondo procedura ordinaria, contenenti i principi della disciplina. Tuttavia, è prevista la possibilità per il Parlamento e il Consiglio di delegare alla Commissione ulteriori provvedimenti, attuativi o esecutivi degli atti normativi di “primo livello”. Si tratta, appunto, dei provvedimenti delegati di “secondo livello”. Vi sono, poi, gli atti di “terzo livello”, rappresentati sostanzialmente dagli *standard* normativi di regolamentazione (cc.dd. *technical standards*), redatti dalle autorità europee di vigilanza e, poi, sottoposti alla Commissione per l’approvazione, nonché da linee guida e raccomandazioni, redatte dalle medesime autorità e dirette alle autorità di vigilanza nazionali o ai soggetti vigilati (per i quali vige il c.d. principio del *comply or explain*, che conferisce agli stessi valore persuasivo ancorché si tratti di strumenti di *soft law*). Al riguardo cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 10.

<sup>23</sup> Preme evidenziare, al riguardo, che in data 21 aprile 2021 la Commissione europea ha adottato un pacchetto di misure intese a favorire i flussi di capitale verso attività sostenibili (c.d. *ESG – Environmental, Social, Governance*) in tutta l’Unione europea, al fine di rendere l’Europa climaticamente neutra entro il 2050 e fare dell’UE un *leader* mondiale nella definizione delle norme per la finanza sostenibile. Il pacchetto include le modifiche agli Atti Delegati MiFID II e, in particolare, sia alla Direttiva Delegata (UE) 2017/593 che al Regolamento Delegato (UE) 2017/565, che incorporano la disciplina ESG relativa alla prestazione dei servizi di investimento. Tali Atti sono stati pubblicati sull’*Official Journal of the European Union* in data 2 agosto 2021. Le modifiche al Regolamento Delegato entreranno in vigore il 2 agosto 2022, mentre quelle alla Direttiva delegata il 22 novembre 2022.

## Profili generali

requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta Direttiva.

In questo contesto, la Direttiva MiFID II definisce i servizi e le attività di investimento rinviando ad una elencazione, tassativa, fornita dall'Allegato I, sezione A<sup>24</sup>, della stessa. Si tratta, in particolare, di:

- 1) ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari,
- 2) esecuzione di ordini per conto dei clienti,
- 3) negoziazione per conto proprio,
- 4) gestione di portafogli,
- 5) consulenza in materia di investimenti,
- 6) assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile,
- 7) collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile,
- 8) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione,
- 9) gestione di sistemi organizzati di negoziazione.

Tralasciando per il momento la definizione dei singoli servizi e attività di investimento, sulla quale torneremo in seguito, preme in questa sede evidenziare che si qualificano come tali esclusivamente quelli che hanno ad oggetto uno degli “*strumenti finanziari*” che figurano nella sezione C, dell'allegato I, della medesima Direttiva<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> In particolare, “*qualsiasi servizio o attività riportati nella sezione A dell'allegato I*”, relativo ad uno degli strumenti che figurano nella sezione C del medesimo allegato I.

<sup>25</sup> Preme evidenziare al riguardo che la proposta di Direttiva finalizzata ad emendare, tra le altre, anche la Direttiva MiFID II, contenuta all'interno del c.d. *Digital Finance Package* varato dalla Commissione europea in data 24 settembre 2020, modifica (con l'art. 6) la definizione di “strumento finanziario” al fine di chiarire che per tali devono oggi intendersi anche quelli emessi tramite utilizzo di tecnologie DLT (*Distributed Ledger Technology*). L'intera iniziativa si basa, utilizzando le parole del Vicepresidente esecutivo *Valdis Dombrovskis*, sulla consapevolezza che “*un mercato unico digitale innovativo per i finanziamenti creerà benefici per i cittadini europei e sarà fondamentale per la ripresa economica dell'Europa, offrendo prodotti finanziari migliori per*”

La distinzione tra “servizi” e “attività” di investimento è, invece, rappresentata dal fatto che i primi sono svolti dall’intermediario nell’interesse del cliente, anche se in nome proprio, mentre le seconde sono svolte dall’intermediario per proprio conto e nel proprio interesse (ad esempio, l’attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione)<sup>26</sup>.

Questo lavoro si focalizzerà esclusivamente sui servizi di investimento e, quindi, su quelli di cui ai numeri da 1) a 7) dell’elencazione sopra riportata.

### 1.2 La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

Nel contesto normativo comunitario la prestazione dei servizi di investimento è spesso soggetta a “riserva di attività”. Negli Stati membri solo determinate categorie di soggetti, infatti, possono prestare tali servizi, previo rilascio di una apposita autorizzazione da parte dell’autorità competente dello stesso Stato membro<sup>27</sup>. Ciò solo quando la prestazione di servizi di investimento è svolta come occupazione o attività abituale a titolo professionale, secondo quanto disposto dall’art. 5 della MiFID II<sup>28</sup>.

---

*i consumatori e aprando nuovi canali di finanziamento per le imprese*”. Per approfondimenti sul tema, la relativa documentazione è reperibile all’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/digital-finance\\_en#package](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/digital-finance_en#package).

<sup>26</sup> SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 81.

<sup>27</sup> Con il principio del “mutuo riconoscimento” in ambito comunitario e di quello correlato della competenza di vigilanza del Paese di origine (c.d. *home country control*”), l’autorizzazione all’esercizio di uno o più servizi di investimento fornisce al soggetto il c.d. “*passaporto europeo*” e, quindi, la possibilità di prestare i medesimi servizi in qualunque altro Stato membro senza necessità di un’ulteriore autorizzazione. Tale disposizione è stata recepita in Italia dall’art. 18 ss. del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 - Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (“TUF”).

<sup>28</sup> Su tale aspetto vd. MAGGIOLLO M., “*Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazioni*” in Trattato di Dir. Civ. e Comm., Giuffrè, 2012, pag. 40. L’autore evidenzia che “*Il discorso muove da una identificazione tipologica dei soggetti i quali possono ambire ad essere autorizzati a prestare servizi ed attività di investimento*”.

## La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

L'autorizzazione può essere richiesta (e rilasciata) con riferimento a uno o più servizi di investimento e può coprire anche uno o più servizi accessori di cui alla sezione B, dell'allegato I, della Direttiva (v. *infra*). Essa, tuttavia, non può mai essere rilasciata solo per la prestazione di servizi accessori<sup>29</sup>.

È, poi, stabilito che gli Stati membri istituiscano un registro di tutte le imprese di investimento, definite dall'art. 4 come “*qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale*”.

La prestazione di servizi di investimento è soggetta ad una serie di “*regole di condotta*” finalizzate a definire uno *standard* di comportamento per gli intermediari con lo scopo precipuo di tutelare gli investitori<sup>30</sup>.

Tralasciando l'analisi delle conseguenze che la violazione di tali regole di condotta può comportare, aspetto che esula dallo scopo del presente lavoro<sup>31</sup>, preme in questa sede evidenziare che la struttura di tali regole si articola sostanzialmente su due livelli: nel primo livello

---

<sup>29</sup> Cfr. art. 6 della Direttiva MiFID II.

<sup>30</sup> Cfr. ANNUNZIATA F., “*La disciplina del mercato mobiliare*”, Settima Edizione, Giappichelli, Torino, 2014, pagg. 125 ss.. Come evidenziato dall'autore, le regole di condotta sono “*volte a plasmare e definire lo standard di comportamento degli intermediari*” e rappresentano “*un tratto tipico delle riforme realizzate nei vari ordinamenti europei a partire sin dalla fine degli anni '80 dando vita ad un fenomeno destinato ad influire [...] sulla stessa disciplina di rango comunitario*” che “*ha visto l'affermarsi, nell'ambito della disciplina del mercato mobiliare, di un articolato e pervasivo nucleo di regole, volte a disciplinare la condotta dei prestatori di servizi, aventi l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori*”.

<sup>31</sup> Al riguardo cfr. PERRONE A., “*Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*”, in Riv. soc., 5, 2005, pag. 1012; PERRONE A., “*Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*”, in Banca, borsa e tit. cred., 5, 2010, pag. 537. La MiFID II, agli articoli da 70 a 74, individua un elenco minimo di disposizioni che, in caso di violazione, gli Stati membri sono tenuti a considerare violazioni del quadro MiFID II. Tra queste vi è, ad esempio, quella avente ad oggetto l'obbligo, in capo agli intermediari, di individuare e prevenire o gestire i conflitti di interesse (articolo 23) e quella sugli incentivi (articolo 24 (7)-(10)).

rientrano le norme di portata generale applicabili a tutti i servizi e nel secondo quelle applicabili ai singoli servizi di investimento<sup>32</sup>.

### 1.2.1 Le regole di condotta di portata generale

Tra le regole di condotta di portata generale, l'art. 24 della MiFID II stabilisce, ad esempio, che le imprese di investimento:

- quando prestano servizi di investimento, devono agire in modo **onesto, equo e professionale**, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti;
- se realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela (sono, quindi, “produttori”) fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato **mercato di riferimento** (c.d. *target market*) di clienti finali e che la **strategia di distribuzione** degli strumenti finanziari<sup>33</sup> sia compatibile con detto *target*;
- devono **conoscere** gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui forniscono servizi di investimento e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente;
- tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di *marketing*, da esse indirizzate a clienti o potenziali clienti devono essere **corrette, chiare e non fuorvianti**;
- devono fornire tempestivamente, ai clienti o potenziali clienti, **informazioni** appropriate sull'impresa di

---

<sup>32</sup> Sul punto cfr. ANNUNZIATA F., “*La disciplina del mercato mobiliare*” cit., pagg. 125 ss..

<sup>33</sup> E, quindi, l'identificazione dei servizi di investimento mediante cui è possibile accedere ai medesimi.

## La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

investimento e i relativi servizi, sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, sulle sedi di esecuzione e su tutti i **costi e oneri** relativi.

Sempre nel primo livello si collocano anche le previsioni in materia di conflitti di interesse<sup>34</sup>. Nell’ambito della disciplina dei servizi di investimento, infatti, la centralità dell’interesse del cliente deve essere preservata anche (e soprattutto) in situazioni in cui l’intermediario prestatore del servizio possa avere interessi contrapposti, mediante un’accorta gestione del conflitto.

In tale prospettiva la MiFID II ha ulteriormente rafforzato le tutele in materia. È, infatti, richiesto, dall’art. 23 della Direttiva, che *“le imprese di investimento adottino ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese [...] e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi. Sono soggetti a tale norma anche i conflitti d’interesse determinati dall’ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento”*.

In quest’ottica, il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 stabilisce, all’art. 34, par. 1, che *“Le imprese di investimento elaborano, attuano e mantengono un’efficace politica sui conflitti di interesse formulata per iscritto e adeguata alle dimensioni e all’organizzazione dell’impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell’attività svolta. Qualora l’impresa appartenga ad un gruppo, detta politica tiene conto anche delle circostanze, di cui l’impresa è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di*

---

<sup>34</sup> Su tale aspetto, vd. MAFFEIS D., “Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi”, in Dir. banca e mercato finanziario, I, 2008, accessibile su <https://blog.ilcaso.it/libreriaFile/118.pdf>.

*interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo*<sup>35</sup>.

Diverse sono le tipologie di conflitto di interesse che potrebbero insorgere con riferimento a tali aspetti.

A mero titolo esemplificativo, vi sono le ipotesi di conflitto d'interesse connesse alla prestazione congiunta di più servizi di investimento. In questa categoria rientrano, ad esempio: l'operatività di *trading* proprietario congiuntamente ad altri servizi, quali la gestione di portafogli o la consulenza; l'attività di collocamento di strumenti finanziari congiuntamente alla gestione di portafogli o alla consulenza; il collocamento di OICR per i quali l'intermediario ha in delega la gestione, svolta congiuntamente alla gestione di portafogli o alla consulenza. Nei primi due casi, in particolare, l'intermediario potrebbe avere un interesse (a porre in essere le relative operazioni) differente rispetto a quello del cliente e ciò potrebbe influenzare le scelte di investimento fatte per conto dei clienti gestiti o le raccomandazioni personalizzate fornite alla clientela in consulenza. Nel terzo caso, ad esempio, le commissioni percepite per l'attività di gestione delegata potrebbero influenzare le scelte di investimento fatte dall'intermediario per conto dei clienti gestiti o le raccomandazioni personalizzate fornite alla clientela in consulenza che potrebbero essere guidate dall'interesse a percepire dette commissioni.

Vi sono, poi, i conflitti di interesse determinati dal fatto che l'intermediario (o altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo) emettono titoli quali, soprattutto, azioni e obbligazioni (c.d. *self-placement*). In tali casi, l'intermediario potrebbe trarre vantaggio

---

<sup>35</sup> Sul punto cfr. ANTONUCCI A., “Regole di condotta e conflitti di interesse”, in Banca, borsa e tit. cred., I, 2009, pag. 9; SALERNO M. E., “La tutela dell’investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina” in AA.VV., “Regole e mercato”, Tomo I, Cap. 16, Giappichelli, 2016.



## La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

dall’inserimento di detti strumenti finanziari nei portafogli della clientela<sup>36</sup>.

Tra i principali conflitti di interesse che colpiscono gli intermediari vi sono, tuttavia, quelli che derivano dal rapporto con le “case d’investimento” (o “case prodotto”)<sup>37</sup> le quali spesso riconoscono, agli intermediari che “collocano” (direttamente<sup>38</sup> o indirettamente<sup>39</sup>) i loro prodotti, una remunerazione sotto forma di “incentivo” (anche “*inducement*” o “*rebate*” o “retrocessione”)<sup>40</sup> disciplinata da veri e propri accordi di retrocessione. Ciò indipendentemente dal fatto che tali soggetti appartengano o meno allo stesso gruppo<sup>41</sup>.

*Gli inducement, in particolare, sono “qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diversi dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un’impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente”<sup>42</sup>.*

La definizione e la regolamentazione degli *inducement* non è contenuta nella Direttiva MiFID II, ma in quella di secondo livello (Direttiva 2017/593) ed è attuata nelle normative nazionali.

---

<sup>36</sup> Sulla gestione dei conflitti di interesse nel *self-placement* vd. GINEVRA E., “*Efficienza del mercato e nuova intermediazione*”, Giappichelli, 2019, pagg. 97 ss..

<sup>37</sup> Ad esempio, i gestori di fondi comuni di investimento.

<sup>38</sup> Attraverso la semplice attività distributiva nei confronti dei clienti.

<sup>39</sup> Attraverso il loro “impiego”, ad esempio, all’interno delle gestioni di portafogli.

<sup>40</sup> Diverso e ulteriore rispetto alle commissioni o alle competenze pagate direttamente all’intermediario dalla clientela.

<sup>41</sup> A tal proposito vd. MARROCCO E., “*Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*”, in Dir. banca e mercato finanziario, I, 2002; LUCARELLI P., “*La disciplina degli inducements nella nuova direttiva sui servizi di investimento (“MiFID”)*”, in Dir. banca e mercato finanziario, I, 2008; FORTUNATO S., “*Conflitti di interessi e disciplina degli inducements*”, in Banca, borsa e tit. cred., 2, 2009, pag. 136.

<sup>42</sup> Secondo la definizione fornita dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*), reperibile ad esempio all’indirizzo <https://cofip2014.wordpress.com/2014/06/18/che-cose-il-divieto-di-inducement/>

La questione dei conflitti di interesse riveste particolare importanza per alcuni modelli di *business* adottati dagli intermediari (v. *infra*) e per alcuni servizi di investimento.

Secondo quanto previsto dai paragrafi 7 e 8, dell'art. 24, della Direttiva MiFID II, infatti, è vietato percepire incentivi nella prestazione del servizio di gestione di portafogli e in quello di consulenza in materia di investimenti su base indipendente<sup>43</sup>. In tali casi, l'impresa di investimento “*non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti*”, ad eccezione di benefici non monetari di entità minima e, comunque, solo a certe condizioni<sup>44</sup>.

Ai sensi dell'art. 12, par. 1, della Direttiva Delegata (UE) 2017/593, le imprese di investimento che dovessero percepire i suddetti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari, sono obbligate a restituirli ai clienti non appena ragionevolmente possibile dopo il ricevimento.

Nella prestazione degli altri servizi di investimento, invece, la percezione di incentivi è ammessa a condizione che:

- 1) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e

---

<sup>43</sup> La principale novità della MiFID II in materia di consulenza è rappresentata dall'aver disciplinato “*in modo espresso la fattispecie della c.d. consulenza su base indipendente*”, come evidenziato da TROIANO V. – MOTRONI R., op. cit., pagg. 62-63. Sul punto vd. anche DELLA VECCHIA R., “*Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari: profili interpretativi ed applicativi*” in AA. VV. (a cura di Parrella - Tofanelli), “*Banche, promotori ed internet nell'offerta di prodotti finanziari*”, Milano, 2000; DI MASCIO A., “*La consulenza finanziaria*”, Egea, 2011, pagg. 163 ss.; SALERNO M. E., op. cit..

<sup>44</sup> In particolare, secondo quanto stabilito dalla MiFID II, è necessario che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti.

La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

- 2) non pregiudichino l’adempimento dell’obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente stesso.

Con particolare riferimento al punto *sub* 1), ai sensi dell’art. 11, della Direttiva Delegata (UE) 2017/593, gli incentivi sono considerati come concepiti per migliorare la qualità del servizio reso al cliente qualora siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- a) sono giustificati dalla prestazione al cliente di un servizio aggiuntivo o di livello superiore, proporzionale agli incentivi ricevuti, quale:
  - la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti unitamente all’accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non abbiano stretti legami con l’impresa di investimento;
  - la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti congiuntamente alla valutazione, almeno su base annuale, del persistere dell’adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito, ovvero alla fornitura di un altro servizio continuativo che può risultare di valore per il cliente come la consulenza sull’*asset allocation* ottimale; o
  - l’accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze dei clienti, ivi incluso un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non hanno stretti legami con l’impresa di investimento, unitamente alla fornitura di:

- strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che assistono il cliente nell'adozione delle decisioni di investimento o consentono al medesimo di monitorare, modellare e regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito; o
  - relazioni periodiche sulla *performance* e i costi e oneri collegati agli strumenti finanziari;
- b) non offrono vantaggi diretti all'impresa che riceve gli incentivi, agli azionisti o dipendenti dello stesso, senza apportare beneficio tangibile per il cliente;
- c) gli incentivi percepiti o pagati su base continuativa sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente.

In sostanza, al di là dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente, gli intermediari (soprattutto quelli bancari, che tradizionalmente prestano consulenza "non indipendente"), al fine di continuare a percepire gli incentivi dalle "case prodotte" rimanendo in regola con quanto previsto dalla MiFID II, devono alternativamente, in aggiunta alla consulenza stessa:

- garantire ai clienti l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati (ad esempio, di fondi comuni di investimento), tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non abbiano stretti legami con l'intermediario stesso, oppure
- fornire la valutazione di adeguatezza (v. *infra*) almeno su base annuale (ovvero un altro servizio continuativo che può

La “riserva di attività” e le “regole di condotta”

risultare di valore per il cliente come la consulenza sull’*asset allocation* ottimale).

È, poi, necessario che dalla percezione di tali incentivi derivi anche un beneficio tangibile e continuativo per il cliente.

Quanto agli intermediari che prestano consulenza su base “indipendente” (quali, nel contesto italiano, le Sim, i consulenti ed, eventualmente, le banche), come detto, la percezione di incentivi non è affatto ammessa.

### 1.2.2 *Le regole di condotta applicabili ai singoli servizi*

Per quanto concerne, poi, le regole di comportamento che si collocano al secondo livello, esse sono differenziate e graduate a seconda della tipologia di servizio di investimento prestato e di clienti coinvolti<sup>45</sup>, in applicazione dei principi di “gradualità” e “proporzionalità”<sup>46</sup>.

In particolare, per i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli è prevista una tutela più ampia a favore dei clienti. Essa attiene, in estrema sintesi, all’obbligo, per l’intermediario che presta il servizio, di ottenere dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla sua situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio.

---

<sup>45</sup> Sul punto cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 95 ss.. Come evidenziato da SALERNO M. E., op. cit., pag. 459, il legislatore comunitario ha, infatti, predisposto “*tutele differenziate in funzione del diverso grado di fiducia e del diverso bisogno di protezione della clientela*”. “*Tale diversificazione è realizzata imponendo differenti livelli di valutazione della coerenza (adeguatezza, appropriatezza e nessuna valutazione) del prodotto consigliato o proposto alle esigenze del cliente, ancorati alla diversa ampiezza delle informazioni da richiedere al medesimo*”.

<sup>46</sup> Che, come abbiamo visto nelle pagine precedenti, ritornano spesso nella normativa di matrice MiFID.

Ciò al fine di poter essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o potenziale cliente (c.d. “valutazione di adeguatezza”)<sup>47</sup>.

Per tutti gli altri servizi di investimento è, invece, sufficiente una più ridotta conoscenza del cliente. In tal caso, l’intermediario che presta il servizio è tenuto a richiedere al cliente o potenziale cliente informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o richiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è appropriato per il cliente (cd. “valutazione di appropriatezza”)<sup>48</sup>.

Infine, per i servizi più propriamente esecutivi (tra cui, ad esempio, il servizio di esecuzione degli ordini per conto dei clienti) non è necessario ottenere le informazioni o procedere alla valutazione di appropriatezza, salvo che tali servizi non siano prestati su iniziativa dell’intermediario ovvero abbiano ad oggetto strumenti finanziari complessi. Al di là di tali ipotesi, l’intermediario può adottare procedure semplificate (nell’applicazione delle regole di condotta) informando semplicemente il cliente (o potenziale cliente) del fatto che, nel prestare il servizio, lo stesso non sarà tenuto a valutare l’appropriatezza e che, pertanto, il cliente (o potenziale cliente) non potrà beneficiare della protezione offerta dalle relative disposizioni<sup>49</sup>. Si parla, in questi casi, di modalità di *execution only* (o mera esecuzione).

### ***1.3 I servizi accessori (cenni)***

---

<sup>47</sup> Cfr. art. 25, par. 2, della Direttiva MiFID II. Su tale aspetto, vd. ATELLI M., “Al via le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza nei rapporti fra risparmiatori e intermediari”, in *Obbl. e Contr.*, 2007, 12, 1038; FRUMENTO L., “La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid”, in *I Contratti*, 2007, 6, 583.

<sup>48</sup> Cfr. art. 25, par. 3, della Direttiva MiFID II.

<sup>49</sup> Cfr. art. 25, par. 4, della Direttiva MiFID II.

## I servizi accessori (cenni)

In aggiunta ai servizi e alle attività di investimento, il legislatore comunitario ha disciplinato anche i cc.dd. servizi accessori.

Si tratta sostanzialmente di una serie di servizi per la cui prestazione non è richiesto il rilascio di alcuna (ulteriore) autorizzazione.

Conseguentemente, lo svolgimento di tali servizi è consentito tanto agli intermediari abilitati all'esercizio di uno o più servizi di investimento quanto agli intermediari non abilitati all'esercizio dei servizi di investimento (salvo alcune limitazioni).

Tali servizi vengono elencati nell'Allegato I, Sezione B, della Direttiva MiFID II. Si tratta, in particolare, di:

- custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti;
- concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare una transazione relativa a uno o più strumenti finanziari;
- consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
- servizio di cambio quando collegato alla prestazione di servizi di investimento;
- ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari;
- servizi connessi con l'assunzione a fermo;

## Capitolo I - I servizi e le attività di investimento nel contesto europeo

- servizi e attività connessi alla prestazione di servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti derivati.



## Capitolo II - Inquadramento dei servizi di investimento nella Direttiva IVA

### 2.1 La Direttiva IVA e le operazioni finanziarie: aspetti generali

In materia di Imposta sul Valore Aggiunto il punto di riferimento comunitario è oggi rappresentato dalla Direttiva 2006/112/CE del Consiglio del 28 novembre 2006 (di seguito anche la “*Direttiva IVA*”) che ha integrato tutte le modifiche che sono state apportate, nel corso degli anni, alla Direttiva 77/388/CEE del Consiglio, del 17 maggio 1977 (VI Direttiva), in materia di armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri relative alle imposte sulla cifra di affari.

Il fondamento dell’IVA è, tuttavia, da ricercare, come noto, nelle due Direttive del 1967, la Direttiva 67/227/CEE (I Direttiva) e la Direttiva 67/228/CEE (II Direttiva)<sup>50</sup>. Quest’ultima ha cessato di avere effetto con l’entrata in vigore della VI Direttiva, mentre la I Direttiva, insieme alla VI, con l’entrata in vigore (il 1° gennaio 2007) della Direttiva 2006/112<sup>51</sup>.

Notorio è anche che l’ambito di applicazione dell’IVA sia da individuare nella contemporanea presenza dei presupposti oggettivo (cessione di beni o prestazione di servizi), soggettivo (esercizio di imprese ovvero di arti e professioni) e territoriale (territorio dello Stato).

Le prestazioni di servizi<sup>52</sup>, che a noi maggiormente interessano ai fini del presente lavoro, rientrano nel campo di applicazione

---

<sup>50</sup> Cfr. ZOPOLO A., “*L’imposta sul valore aggiunto, primo passo verso l’armonizzazione fiscale nella C.E.E.*” in *Il Politico*, Vol. 34, No. 1, 1969, pagg. 149 ss..

<sup>51</sup> Per completezza si ricorda che, successivamente, è stato emanato il Regolamento UE 282/2011 del Consiglio, del 15 marzo 2011, recante disposizioni di applicazione della Direttiva 2006/112/CE.

<sup>52</sup> Cfr. SAVAGNONE I., “*Le prestazioni di servizi nell’Iva*” in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, pagg. 69 ss..

dell'IVA<sup>53</sup> se effettuate a titolo oneroso e al verificarsi dei presupposti soggettivo e territoriale, secondo quanto previsto dall'art. 2 della Direttiva.

L'art. 24 della stessa definisce la “*prestazione di servizi*” in via residuale, come “*ogni operazione che non costituisce una cessione di beni*”. La cessione di beni è invece definita, ai sensi dell'art. 14, come “*il trasferimento del potere di disporre di un bene materiale come proprietario*”.

Quanto alla definizione dei soggetti passivi e al luogo delle prestazioni di servizi sono individuati, rispettivamente, dal Titolo II e dal Capo 3, del Titolo V, della Direttiva.

Secondo un orientamento ormai consolidato, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza<sup>54</sup>, caratteristica essenziale dell'IVA è quella di essere “*preordinata attraverso gli istituti della rivalsa e della detrazione, alla traslazione del carico tributario dai soggetti passivi di diritto, al consumatore finale o contribuente di fatto, mantenendo, tendenzialmente, la neutralità nei confronti dei primi. La sua struttura mostra come si tratti di un tributo che, attraverso la concatenazione di varie fasi [l'IVA è comunemente definita come imposta plurifase, n.d.r.], tende ad un preciso risultato finale, cioè l'incisione del contribuente di fatto, diverso da quello preso in considerazione dalle norme come soggetto passivo*”<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Salvo, poi, verificare che si tratti di operazioni imponibili, non imponibili o esenti.

<sup>54</sup> Come più volte evidenziato dalla Corte di Giustizia europea, “*principio di base sul quale si fonda il sistema dell'IVA risiede nel fatto che il sistema di tale imposta al consumo mira a gravare unicamente sul consumatore finale. L'IVA è esattamente proporzionale al prezzo dei beni e dei servizi e viene riscossa dai soggetti passivi ad ogni fase del processo di produzione o di distribuzione per conto dell'amministrazione finanziaria alla quale essi sono tenuti a versarla. Secondo il principio di base di tale sistema e le sue modalità di funzionamento, l'IVA da riscuotere da parte delle autorità fiscali deve essere pari all'imposta effettivamente pagata dal consumatore finale*” (cfr. in tal senso, tra le altre: sentenza 24 ottobre 1996, causa C-317/94, *Elida Gibbs*; sentenza 6 ottobre 2005, causa C-291/03, *My Travel plc*).

<sup>55</sup> SALVINI L., “*Rivalsa, detrazione e capacità contributiva nell'imposta sul valore aggiunto*”, in Riv. Dir. Trib., 1993, I, pagg. 1287-1292.

Attraverso gli istituti della detrazione e della rivalsa, quindi, il soggetto passivo non rimane gravato (in via definitiva) dal tributo.

Rispetto a tale schema naturale di applicazione dell'IVA esistono, tuttavia, alcune “deroghe”. Tra queste, ad esempio, vi sono quelle che il Titolo IX, capi da 2 a 9, della Direttiva IVA, definisce “esenzioni”<sup>56</sup> e che, ai sensi dell'art. 131, “*si applicano, salvo le altre disposizioni comunitarie e alle condizioni che gli Stati membri stabiliscono per assicurare la corretta e semplice applicazione delle medesime esenzioni e per prevenire ogni possibile evasione, elusione e abuso*”.

Come evidenziato in dottrina, le esenzioni sono caratterizzate da “*asistematicità*”, per il fatto che “*trovano dimora in settori estremamente eterogenei tra loro (dai servizi sociali, ai servizi finanziari, fino alle operazioni di natura immobiliare)*”<sup>57</sup>.

Esula dallo scopo del presente lavoro una qualsiasi analisi circa l'opportunità e l'adeguatezza dell'attuale sistema delle esenzioni<sup>58</sup> che,

---

<sup>56</sup> Per le quali viene meno il nesso tra l'acquisto di beni e servizi effettuato a monte e l'impiego degli stessi nello svolgimento di operazioni imponibili. Cfr. GREGGI M., “*Il principio di inerenza nel sistema di imposta sul valore aggiunto: profili nazionali e comunitari*”, Pacini Editore, Pisa, 2012, pagg. 19 ss.; GIORGI M., “*Detrazione e soggettività passiva nel sistema dell'imposta sul valore aggiunto*”, Cedam, Padova, 2005, pagg. 332 ss.. Si evidenzia che la Corte di Giustizia UE ha sostenuto, in più occasioni (Cfr. cause riunite C-660/16 e C-661/16, *Kollroß e Wirtl*; causa C-201/18, *Mydibel*), che l'impiego, reale o previsto, dei beni o dei servizi, determina l'entità della detrazione iniziale alla quale il soggetto passivo ha diritto (attraverso un giudizio prospettico) e l'entità di eventuali rettifiche durante i periodi successivi (sulla base dell'impiego reale, che potrebbe far venir meno il nesso iniziale). Infatti, “*Esso [l'impiego, n.d.r.] mira ad aumentare la precisione delle detrazioni, così da assicurare la neutralità dell'IVA, in modo che le operazioni effettuate allo stadio anteriore continuino a dare luogo al diritto di detrazione soltanto nei limiti in cui esse servano a fornire prestazioni soggette ad una tale imposta*”. Pertanto, eventi successivi all'acquisto di beni e servizi, relativi alla loro modalità di impiego, possono incidere retroattivamente sull'entità della detrazione spettante.

<sup>57</sup> In questo senso, cfr. MONTANARI F., “*Le operazioni esenti nel sistema dell'IVA*”, Giappichelli Editore, Torino, 2013, pag. 2.

<sup>58</sup> Anche in considerazione del lungo dibattito in atto sulla necessità di rivedere l'intera struttura dell'IVA europea e, soprattutto, il sistema delle esenzioni. In realtà, già dagli anni 90' avevano iniziato a manifestarsi i primi segnali della necessità di rivedere il sistema delle esenzioni. Ciononostante, le regole che disciplinano il trattamento fiscale ai fini IVA dei servizi finanziari sono rimaste inalterate rispetto a quanto previsto dalla VI Direttiva. In questo senso vd. DE LA FERIA R., “*The EU VAT treatment of insurance and financial services (again) under review*” in EC TAX Review, 2007/2, pag. 74-89.

secondo quanto evidenziato nel “Libro verde sul futuro dell’IVA”<sup>59</sup>, “*sono contrarie al principio dell’IVA come imposta ad ampia base imponibile*” e in merito al quale “*ci si può chiedere se molte delle esenzioni esistenti siano ancora pertinenti*”<sup>60</sup>.

In questa sede, ci si limiterà ad analizzare quanto ad oggi previsto dalla Direttiva interpretandolo, però, anche alla luce dei principi generali e delle pronunce della Corte di Giustizia europea.

La Direttiva IVA, in particolare, suddivide le esenzioni tra quelle a favore di alcune attività di interesse pubblico (artt. 132-134) e quelle a favore di altre attività (artt. 135-137). Tra queste ultime, l’art. 135 prende in considerazione quelle relative ad alcune operazioni finanziarie (v. *infra*).

Prima di entrare nel merito delle operazioni finanziarie ci si soffermerà, sia pur brevemente, sulle operazioni esenti e, in particolare, su come esse si pongono nel sistema dell’IVA, nonché sul principio di accessorietà.

## **2.2 Il sistema delle esenzioni nella Direttiva IVA**

Le esenzioni preoccupano non poco il legislatore comunitario, soprattutto per le alterazioni che ne possono derivare alle condizioni di concorrenza all’interno del mercato unico<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Com (2010) 695 del 1° dicembre 2010.

<sup>60</sup> Su tale aspetto vd. DE LA FERIA R. – KREVER R., “*Ending VAT exemptions: towards a post-modern VAT*”, *Oxford University Centre for business taxation*, WP 12/28: “*in practice VATs applied around the world are – to different degrees – imperfect with exemptions, an anathema to the logic of the VAT, being a common and significant design imperfection in many of those tax systems. Not only do they constitute exceptions to the core principle of VAT as a tax on consumption, but equally they are perceived as being particularly damaging to the efficiency and neutrality of the tax.*”. Cfr. anche BERETTA G., “*VAT on Financial and Insurance Services at the Dawn of the Fourth Industrial Revolution*” in *International VAT Monitor*, IBFD, 2018, Vol. 29.

<sup>61</sup> A tal proposito vd. GALLO F., *Profili di una teoria dell’imposta sul valore aggiunto*, Cavour, Roma, 1974, pagg. 110 ss.; PROCOPIO M., “*Il sistema tributario italiano*”, Tomo I, Cedam, 2018, pagg. 744 ss.; MONDINI A., “*Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà*” in DI PIETRO A. – TASSANI T., “*I principi europei del diritto tributario*”, Cedam, 2013.

Come emerge dai Considerando della Direttiva IVA<sup>62</sup>, infatti, *“la realizzazione dell’obiettivo di instaurare un mercato interno presuppone l’applicazione, negli Stati membri, di legislazioni relative alle imposte sul volume di affari che non falsino le condizioni di concorrenza e non ostacolino la libera circolazione delle merci e dei servizi. È pertanto necessario realizzare un’armonizzazione delle legislazioni relative alle imposte sul volume di affari mediante un sistema d’imposta sul valore aggiunto (IVA), al fine di eliminare, per quanto possibile, i fattori che possono falsare le condizioni di*

---

Come evidenziato da quest’ultimo autore (pagg. 270 ss.), nell’ordinamento europeo *“la neutralità viene riferita non a qualsiasi effetto economico dell’imposizione, ma essenzialmente a quello della distorsione della concorrenza. La libertà concorrenziale è l’assioma fondamentale su cui è fondato il modello economico di mercato propugnato dai Trattati istitutivi della CE e poi dell’UE. La neutralità fiscale, quindi, identifica un fine/mezzo, un obiettivo strumentale, meritevole di essere perseguito se e nella misura in cui contribuisce a rendere il fattore fiscale ininfluenza sulle posizioni e sulle scelte delle imprese che operano dentro il mercato, o vogliono entrarvi. L’imperativo di armonizzazione fiscale, sancito prima dall’art. 93 del TCE ed oggi dall’art 113 del TFUE, risponde appunto all’esigenza che l’applicazione delle imposte indirette sugli affari da parte degli Stati membri non generi effetti discriminatori e restrittivi all’esercizio della libertà di circolazione di merci e servizi. È in questa prospettiva che l’armonizzazione fiscale dell’IVA viene considerata nel Trattato come necessaria (e limitata a quanto necessario) per l’instaurazione ed il funzionamento del mercato europeo come mercato unico e interno.”* Inoltre, sotto il profilo prettamente giuridico, *“pur essendo configurata giuridicamente come un’imposta generata dagli atti di scambio ma dovuta sul volume d’affari degli operatori economici, organizzati o meno in forma di impresa, finisce per produrre l’effetto di un prelievo commisurato a quella manifestazione di capacità contributiva che è l’attitudine al consumo da parte dell’utente finale. Ciò è reso possibile dalla trasparenza del meccanismo giuridico di determinazione del tributo, applicato in modo frazionato ai diversi stadi del circuito produttivo/distributivo. Se vista come imposta sugli scambi, l’IVA dovuta dai soggetti passivi “di diritto” rappresenta un prelievo anticipatorio e “transeunte”, rispetto all’effetto economico di prelievo definitivo che si verifica in capo al consumatore finale, cui appunto non compete il diritto di avvalersi degli strumenti giuridici che garantiscono la neutralità dell’imposizione nelle fasi anteriori. Neutralità e trasparenza sono qui inscindibilmente collegate: in ogni stadio di commercializzazione si può sapere con esattezza quanta imposta è dovuta dal soggetto passivo sul valore aggiunto da questi prodotti in quella specifica fase, e quanta imposta, applicata fino a quel momento sulle diverse fasi del circuito, è destinata complessivamente a gravare sul consumatore finale.”*

<sup>62</sup> Come evidenziato da CENTORE P., *“IVA EUROPEA. Guida alla nuova Direttiva rifiuta”*, Ipsoa, 2007, pag. 9, *“La prima attenzione del lettore deve essere indirizzata al contenuto dei 67 “Considerando” premessi al testo delle disposizioni normative”, importanti “come strumento che consente di comprendere la cd. ratio della norma”. Inoltre, “Fra le diverse indicazioni, merita certamente attenzione il primo Considerando, dove si giustifica l’adozione della nuova direttiva come base, si può dire, consolidata della normativa, in previsione di «nuove modificazioni di detta direttiva». L’intenzione del legislatore comunitario è, quindi, di porre un punto fermo da cui partire per la successiva evoluzione”*.

*concorrenza, tanto sul piano nazionale quanto sul piano comunitario*<sup>63</sup>.

Inoltre, *“il sistema comune d’IVA dovrebbe portare, anche se le aliquote e le esenzioni non sono completamente armonizzate, ad una neutralità dell’imposta ai fini della concorrenza nel senso che, nel territorio di ciascuno Stato membro, sui beni e sui servizi di uno stesso tipo gravi lo stesso carico fiscale, a prescindere dalla lunghezza del circuito di produzione e di distribuzione”*<sup>64</sup>.

La neutralità, principio centrale in ambito IVA in quanto, come detto, garantisce che coloro che sono qualificabili (giuridicamente) come soggetti passivi non siano gravati (in via definitiva) dal tributo, viene pertanto a rappresentare la trasposizione, in ambito tributario, del principio di parità di trattamento (o di uguaglianza), come poi ribadito, secondo un orientamento ormai consolidato, sia dalla giurisprudenza comunitaria<sup>65</sup> che dalla dottrina<sup>66</sup>.

---

<sup>63</sup> Cfr. il Considerando (4) della Direttiva. Tali aspetti, in realtà, erano stati presi in considerazione dal legislatore comunitario sin dai primordi. Già la I direttiva, infatti, al primo Considerando, esplicitava che *“che l’obiettivo essenziale del Trattato è di instaurare, nel quadro di un’unione economica, un mercato comune, che implichi una sana concorrenza e presenti caratteristiche analoghe a quelle di un mercato interno”*. Sul punto cfr. CENTORE P., *“IVA EUROPEA. Guida alla nuova Direttiva rifiuta”* cit., pag. 9, il quale evidenzia che *“è bene tenere memoria della rilevanza della prima direttiva”* la quale *“contiene i principi fondamentali e originari dell’imposta, all’inizio della sua evoluzione. Sicché la lettura di tale documento appare significativo, non soltanto per motivi di indagine storica ma, in particolare, per chi voglia approfondire la genesi del sistema dell’IVA europea”*

<sup>64</sup> Cfr. il Considerando (7) della Direttiva. Come evidenziato da CENTORE P., *“IVA EUROPEA. Guida alla nuova Direttiva rifiuta”*, cit., pag. 9, *“I Considerando da 4 a 7 si occupano del tema dell’armonizzazione del sistema legislativo, necessario per evitare «fattori che possono falsare le condizioni di concorrenza» (4^ Considerando), senza dimenticare l’opportunità di «procedere per tappe, poiché l’armonizzazione delle imposte sulla cifra d’affari comporta negli Stati membri modificazioni delle strutture fiscali e conseguenze nei settori economico, sociale e del bilancio» (5^ Considerando), per giungere all’obiettivo della «neutralità dell’imposta, ai fini della concorrenza, nel senso che, nel territorio di ciascuno Stato membro, sui beni e sui servizi di uno stesso tipo gravi lo stesso carico fiscale, a prescindere dalla lunghezza del circuito di produzione o distribuzione» (7^ Considerando)”*.

<sup>65</sup> Cfr., in tal senso, sentenza 6 novembre 2003, causa C-45/01, *Dornier*, punto 69; sentenza 26 maggio 2005, causa C-498/03, *Kingscrest Associates e Montecello*, punto 52; sentenza 27 aprile 2006, cause riunite C-443/04 e C-444/04, *Solleveld e van den Hout-van Eijnsbergen*, punto 36; sentenza 8 giugno 2006, causa C-106/05, *L.u.P. GmbH*, punto 48.

<sup>66</sup> Su tale aspetto cfr. PORTALE R., *“IVA – Imposta sul Valore Aggiunto”*, Giuffrè, 2017, pagg. 534 ss.; COMELLI A., *“Il principio di neutralità dell’Iva nell’ipotesi di effettuazione di*

Diverse sono, quindi, le accezioni del principio di neutralità spaziando tra quella economica (e giuridica) a quella concorrenziale<sup>67</sup> e

---

*operazioni esenti” in Riv. dir. trib., 1995, II, pagg. 954 ss.; MONDINI A., “Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà” cit.. Quest’ultimo autore, in particolare, evidenzia che “La neutralità economica per gli operatori, unitamente al carattere generale dell’IVA (tutelato dall’art. 401 della direttiva che vieta agli Stati membri di istituire altre imposte generali sul volume d’affari), contribuisce a un ulteriore profilo di neutralità intesa come “indifferenza”. Fa sì che le scelte economiche delle imprese - in merito all’allocazione dei fattori produttivi, agli approvvigionamenti e agli investimenti - non siano influenzate in modo significativo dall’applicazione dell’imposta. Il tributo, quindi, è neutrale se e finché opera come “pura” e semplice imposta generale su tutti i consumi, senza perseguire finalità selettive e produrre effetti redistributivi, ad esempio colpendo in modo differenziato determinati volumi d’affari e determinati consumi.”. Inoltre, “Ovviamente l’imposta non può dirsi neutrale per il “contribuente di fatto”, perché la sua applicazione può certamente orientare e influenzare la domanda, ma ciò che interessa sotto il profilo del “buon funzionamento” del mercato è il carattere di indifferenza rispetto al procedimento di formazione dell’offerta, non a quello di formazione della domanda da parte dei consumatori finali. Ciò però non significa che gli effetti della disciplina giuridica dell’IVA sulla domanda siano del tutto irrilevanti. Infatti l’effettiva realizzazione della neutralità impositiva implica che i beni e i servizi tra loro diversi, ma che sono comunque atti a soddisfare in misura identica o simile la stessa domanda al consumo (in ragione quindi della fungibilità delle loro utilità sul piano economico, in relazione alle esigenze del consumatore), non debbano subire un diverso trattamento fiscale in capo agli operatori economici.” (pag. 272 ss.).*

<sup>67</sup> Come evidenziato in dottrina, “la nozione di neutralità può essere declinata in diverse accezioni, ma rimane comunque sempre realizzata attraverso la stessa tecnica fiscale, pertanto la scomposizione del concetto vale solo a fini espositivi e non ha rilevanza normativa. L’imposta può essere neutrale, in primo luogo, sotto il profilo dell’**effetto giuridico**. In quanto imposta plurifase non cumulativa, il suo meccanismo applicativo non aggrava l’ammontare del tributo. Pur essendo configurata giuridicamente come un’imposta generata dagli atti di scambio ma dovuta sul volume d’affari degli operatori economici, organizzati o meno in forma di impresa, finisce per produrre l’effetto di un prelievo commisurato a quella manifestazione di capacità contributiva che è l’attitudine al consumo da parte dell’utente finale. Ciò è reso possibile dalla trasparenza del meccanismo giuridico di determinazione del tributo, applicato in modo frazionato ai diversi stadi del circuito produttivo/distributivo [...] Neutralità significa poi assenza di incidenza sul **piano economico**, in relazione sia ai soggetti, sia alle utilità scambiate, sia alla forma e alla struttura del circuito produttivo e distributivo. L’imposta, almeno tendenzialmente, non incide in via definitiva sugli operatori economici. Pur applicandosi a ogni stadio, non aumenta all’aumentare del numero di fasi di scambio, quindi non influisce sulla determinazione dei prezzi e non ha effetti discriminatori e selettivi sui beni e servizi scambiati, secondo la lunghezza delle relative catene produttive e distributive. Non è, insomma, idonea a incidere sull’offerta. La neutralità economica per gli operatori, unitamente al carattere generale dell’IVA (tutelato dall’art. 401 della direttiva che vieta agli Stati membri di istituire altre imposte generali sul volume d’affari), contribuisce a un’ulteriore profilo di neutralità intesa come «**indifferenza**». [...] A queste accezioni di neutralità «interna» si aggiunge quella di neutralità «esterna» sul piano degli scambi internazionali. [...] Attraverso queste regole di neutralità si dovrebbe garantire la minimizzazione degli effetti distorsivi del tributo sulla **concorrenza** tra operatori, rendendo la scelta circa fornitori e clienti (anche da parte dei consumatori) e circa i mercati di approvvigionamento e di sbocco tendenzialmente indifferente all’imposizione sugli scambi: beninteso all’interno di ciascun ordinamento e mercato nazionale. [...] Sul piano del mercato unico, il concetto di neutralità non implica soltanto un divieto di doppia imposizione, ma un’ideale parità di posizioni concorrenziali tra merci che circolano e imprese che operano nel territorio europeo.”. MONDINI A., “Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà” cit., pagg. 269 ss. (grassetto aggiunto). L’autore evidenzia come “Lo stesso modello armonizzato dell’imposta, dunque, incrina la «purezza» della sua neutralità economica. La disciplina comunitaria incorpora un principio di neutralità «imperfetta»: non solo nel momento in cui la condiziona all’estensione

il regime delle esenzioni va ad insidiare tale principio in quanto *“costituisce un’eccezione al modello d’imposizione neutrale. L’esenzione di ampi settori di attività, o di intere filiere commerciali [...] tende a trasformare la natura stessa del tributo da imposta generale sul consumo a imposta generale sul volume d’affari di determinati operatori, gravati in modo definitivo del peso economico del tributo. Ciò priva l’IVA non solo di neutralità economica ma anche potenzialmente del suo carattere non discriminatorio”*<sup>68</sup>.

In quest’ottica, le esenzioni rappresentano nozioni autonome del diritto dell’Unione Europea che mirano ad evitare divergenze nell’applicazione da uno Stato membro all’altro del sistema dell’IVA e devono *“ricevere una definizione comunitaria”*<sup>69</sup>. Conseguentemente, *“ai legislatori nazionali non è concesso definire, autonomamente, il contenuto delle esenzioni – tassativamente elencate dalla Direttiva – ma solamente stabilire le condizioni per assicurarne la corretta e semplice applicazione ed, eventualmente, per contrastare comportamenti abusivi o fraudolenti”*<sup>70</sup>.

Per quanto, come detto, le esenzioni rappresentino una “deroga” allo schema naturale di applicazione dell’IVA, esse presentano gli

---

*dell’armonizzazione; non solo perché disciplina espressamente eccezioni alla neutralità impositiva che la rendono un obiettivo tendenziale piuttosto che un risultato acquisito; ma anche quando consente agli Stati di adottare «misure particolari di deroga al modello giuridico di imposizione delineato nella direttiva, al fine di evitare evasione, elusione e abusi nonché di semplificare la riscossione dell’imposta: ovvero al fine di tutelare la funzionalità dell’imposta e alcune forme di manifestazione dell’interesse fiscale»*. Al riguardo *“La Corte di Giustizia ha avuto un ruolo fondamentale nel regolare e «bilanciare» questi spazi di «deviazione» rispetto alla neutralità, avvalendosi soprattutto del principio di proporzionalità. La giurisprudenza della Corte, in nome della neutralità, interpreta quel modello in modo da cercare di ricostituire, e ricompattare, il sistema attorno a quell’unico obiettivo/principio/canone, limitando al minimo le «eccezioni» alla regola.”*

<sup>68</sup> MONDINI A., *“Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà”* cit., pag. 292.

Sul punto cfr. F. GALLO, *“Profili di una teoria dell’imposta sul valore aggiunto”* cit., p. 110.

<sup>69</sup> Si vedano, in tal senso, le sentenze: 5 giugno 1997, causa C-2/95, SDC, punto 21; 12 settembre 2000, causa C-358/97, Commissione/Irlanda, punto 51; 16 gennaio 2003, causa C-315/00, Maierhofer, punto 25; 12 giugno 2003, causa C-275/01, Sinclair Collis, punto 22; 18 novembre 2004, causa C-284/03, Temco Europe, punto 16; 3 marzo 2005, causa C-428/02, Fonden Marselisborg Lystbådehavn).

<sup>70</sup> MONTANARI F., *“Le operazioni esenti nel sistema dell’IVA”* cit., pag. 43.



elementi caratteristici del presupposto impositivo e sono tali solo “*in base a norma apposita dettata da considerazioni di politica legislativa*”<sup>71</sup>. Le operazioni esenti, quindi, non sono affatto eccezionali<sup>72</sup>.

Secondo i giudici europei, “*dato che le esenzioni [...] costituiscono deroghe al principio generale secondo cui l’IVA è riscossa per ogni prestazione di servizi effettuata a titolo oneroso da un soggetto passivo, esse devono essere interpretate restrittivamente*”<sup>73</sup>.

Allo stesso tempo, però, l’interpretazione dei termini con i quali sono state designate le esenzioni “*deve essere conforme agli obiettivi perseguiti dalle dette esenzioni e rispettare le prescrizioni derivanti dal principio di neutralità fiscale relativo al sistema comune dell’IVA. Pertanto, questa regola d’interpretazione restrittiva non comporta che i termini utilizzati per specificare le esenzioni [...] debbano essere interpretati in un modo che priverebbe queste ultime dei loro effetti*”<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> MONTANARI F., “*Le operazioni esenti nel sistema dell’IVA*” cit., pag. 43. Su tale aspetto vd. FEDELE A., *Esclusione ed esenzioni nella disciplina dell’I.V.A.*, Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze, 1973, pag. 146; FANTOZZI A., *Operazioni imponibili, non imponibili ed esenti nel procedimento di applicazione dell’IVA*, in Rivista di Diritto Finanziario, n. 1/1973, pag. 138.

<sup>72</sup> Esse “*costituiscono dei microsistemi autonomi e derogatori rispetto al regime di imponibilità ordinario, ma perfettamente inseriti nell’ambito del meccanismo naturale di applicazione del tributo, del quale rappresentano un modello alternativo*”. Cfr. MONTANARI F., “*Le operazioni esenti nel sistema dell’IVA*” cit., pag. 45.

<sup>73</sup> Cfr. ad esempio sentenza *Commissione/Irlanda*, citata, punto 52; sentenza 12 settembre 2000, causa C-359/97, *Commissione/Regno Unito*, punto 64; sentenza *Sinclair Collis*, cit., punto 23; sentenza 17 gennaio 2013, causa C-543/11). Preme evidenziare che già la Seconda Direttiva, tra i Considerando, prevedeva che “*per poter applicare il sistema in modo semplice e neutro e mantenere l’aliquota normale dell’imposta entro limiti ragionevoli, è necessario limitare i regimi particolari e le misure di eccezione*”.

<sup>74</sup> Cfr. in tal senso la sentenza 12 luglio 2012, causa C-326/11, *J.J. Komen en Zonen Beheer Heerhugowaard*, punto 20 e la giurisprudenza ivi citata nonché la sentenza 19 luglio 2012, causa C-44/11, *Deutsche Bank*, dove la Corte ha ribadito come il principio di neutralità “*non consente di ampliare l’ambito di applicazione di un’esenzione in assenza di una disposizione non equivoca. Infatti, il principio in parola non è una regola di diritto primario che può incidere sulla validità di un’esenzione, ma un principio di interpretazione che deve essere applicato unitamente al principio di interpretazione restrittiva delle esenzioni*”. Cfr. anche DE RINALDIS A., “*Il concetto di «esenzione» nella giurisprudenza nazionale e Comunitaria*” in *L’Iva*, 2002, pag. 219; COMELLI A., “*Il principio di neutralità dell’Iva nell’ipotesi di effettuazione di operazioni esenti*” cit., pagg. 954 ss.. Come evidenziato da MONDINI A., “*Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà*” cit., pag. 294 ss., “*La Corte di Giustizia ha avuto un ruolo fondamentale nel*

Gli obiettivi perseguiti dalle esenzioni sono molteplici e differenti<sup>75</sup> e, per alcuni versi, si differenziano anche in base alla categoria di operazioni. Con particolare riferimento a quelle finanziarie, che in questa sede maggiormente interessano, la *ratio* viene (tradizionalmente) individuata nella difficoltà di applicazione del tributo<sup>76</sup> e “nei maggiori costi a cui sarebbero sottoposti gli operatori

---

*regolare e «bilanciare» questi spazi di «deviazione» rispetto alla neutralità, avvalendosi soprattutto del principio di proporzionalità. La giurisprudenza della Corte, in nome della neutralità, interpreta quel modello in modo da cercare di ricostituire, e ricompattare, il sistema attorno a quell'unico obiettivo/principio/canone, limitando al minimo le «eccezioni» alla regola.”* E ciò in quanto “*Lo stesso modello armonizzato dell'imposta, dunque, incrina la «purezza» della sua neutralità economica. La disciplina comunitaria incorpora un principio di neutralità «imperfetta»: non solo nel momento in cui la condiziona all'estensione dell'armonizzazione; non solo perché disciplina espressamente eccezioni alla neutralità impositiva che la rendono un obiettivo tendenziale piuttosto che un risultato acquisito; ma anche quando consente agli Stati di adottare misure particolari di deroga al modello giuridico di imposizione delineato nella direttiva, al fine di evitare evasione, elusione e abusi nonché di semplificare la riscossione dell'imposta: ovvero al fine di tutelare la funzionalità dell'imposta e alcune forme di manifestazione dell'interesse fiscale (si veda l'attuale art. 395 del TFUE).”* A tal riguardo, “*La Corte in primo luogo [...] difende il vincolo ermeneutico dell'interpretazione restrittiva delle norme comunitarie che derogano alla neutralità (come le esenzioni). Al tempo stesso deve cercare un punto di equilibrio che salvaguardi e giustifichi l'esistenza delle «eccezioni» normative alla neutralità, evitando che il criterio dell'interpretazione restrittiva porti a un risultato controproducente e, in definitiva, contrario sotto altri profili a quella stessa esigenza di neutralità.”* Ciò perché “*perché un'interpretazione «troppo» restrittiva, potendo rendere difficile identificare in modo univoco il trattamento fiscale di fattispecie negoziali o fattuali soggette negli Stati a discipline non uniformi (ad esempio l'insegnamento scolastico o universitario), rischierebbe poi di produrre l'effetto inverso di «creare divergenze nell'applicazione del sistema dell'IVA da uno Stato membro all'altro», fonte, a loro volta, di potenziali distorsioni concorrenziali.”*

<sup>75</sup> Cfr. FEDELE A., op. cit., pag. 146; PIRI A. – GIANONCELLI S., “*La disciplina delle esenzioni Iva*” in LASARTE J. – SANTACROCE B., “*Lo stato della fiscalità nell'Unione europea: l'esperienza e l'efficacia dell'armonizzazione*”, Roma, 2003, pagg. 164 ss..

<sup>76</sup> Cfr. DE LA FERIA R. – KREVER R., op. cit., p. 23 ss., i quali evidenziano che all'interno dell'ampia categoria dei “*financial services*” rientrano “*intangibile ownership rights in legal persons or relations. Examples include shares, interests in unit trusts or mutual funds, and interests in pension or superannuation funds*”. Con particolare riferimento a tale categoria, la difficoltà di applicazione del tributo dipende dal fatto che “*a large number of persons acquiring these assets are individuals who are not registered for VAT purposes. In theory a consumption tax should never be levied on investments; the tax is supposed to fall on consumption and not touch savings.* VAN BREDERODE R. F. W. – KREVER R. E., “*Current and Recurring Issues with Tax Financial Services under VAT*” in 73 *Bulletin for International Taxation* 6/7 (2019), Journals IBFD: “*even modern VAT jurisdictions that have overcome supposed impediments to successfully tax financial intermediary services [...] such as immovable property investments and even residential premises, have struggled to fully resolve the issues confronted when applying the VAT system to financial investments. The reasons for the absence of reform in applying VAT to financial investments are practical, conceptual and fiscal in nature.*” Inoltre, “*the initial acquisition of investments and the reinvestment of proceeds of the disposal of investments in replacement investments clearly fall outside the notion of consumption*”. Preme evidenziare che il settore finanziario è caratterizzato da un numero elevato di servizi i quali sono sostanzialmente suddivisi in due macro-categorie: da un lato, vi sono i servizi che vengono remunerati con una commissione esplicita (c.d. *fee*) e, dall'altro, quelli remunerati con una commissione implicita o

*economici e i consumatori in caso di imponibilità delle transazioni*<sup>77</sup>.

In alcuni casi, tuttavia, la Corte di Giustizia europea ha ritenuto che esse siano finalizzate ad agevolare i piccoli investitori<sup>78</sup>.

Tralasciando ulteriori considerazioni sul sistema delle esenzioni in ambito comunitario, preme solo evidenziare in questa sede che,

---

marginale, quale il differenziale sui tassi d'interesse. In quest'ultimo caso, soprattutto, secondo quanto evidenziato più volte in dottrina, risulta particolarmente complesso individuare l'importo da assoggettare a tassazione, anche a causa del fatto che spesso più attività vengono combinate tra loro dando luogo ad una struttura complessa. Ciò rende a volte difficile individuare anche il corrispettivo di ogni singola transazione. In tal senso, cfr. KERRIGAN A., *"The Elusiveness of Neutrality – Why Is It So Difficult To Apply VAT to Financial Services?"*, International VAT Monitor, IBFD, March/April 2010; OWENS J., *"The move to Vat"* in Intertax, Issue 2, 1996, pag. 46; AMAND C., *"European Union - EU VAT and Financial Services: Which Rules, What Consequences and Which Possible Solutions?"*, International VAT Monitor, 2009 (Vol. 30), No. 5, IBFD. Cfr. anche SCHENK A. - HOWELL H. ZEE, *"Financial Services and the Value-Added-Tax"*, in Zee (ed.), *"Taxing the Financial Sector: Concepts, Issues and Practices"*, International Monetary Fund, Washington, DC, 2004, pagg. 60 ss.: *"Measuring such buried charges (or implicit fees) in bundled financial services for the application of a credit-invoice VAT thus poses formidable conceptual and administrative challenges."* VAN SCHALKWYK S. -PREBBLE J., *"Value Added Tax and Financial Services"*, in Asia-Pacific Tax Bulletin, IBFD, 2004, pagg. 363 ss.: *"Designers of VAT recognized from the outset that the way in which financial institutions are remunerated creates a significant difficulty when the tax is applied to their services. In addition to technical difficulties, expert opinion differs on the question of whether, in principle, financial services should be taxed under a VAT at all."* Ad ogni modo, *"the reasons for exemption range from administrative to theoretical. [...] The main administrative reason used to justify exemption is the difficulty involved in identifying the amount of value added where fees are charged in the form of a margin. [...] A further administrative challenge for the designers of VAT on financial services is to work out a way in which VAT can apply to all the different forms of financial services that can possibly arise or that will emerge."* Quanto alle *"theoretical reasons"*, tra le altre, *"various economists have argued that financial services should not be taxed under a consumption tax because financial services are not consumption of goods or services."* Tutte le suddette problematiche sono state riconosciute anche dalla Commissione europea, come emerge dal *"Commission Staff Working Document – Financial Sector Transaction"*, SEC(2010) 1166 del 7 ottobre 2010, *accompanying the "Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Taxation of the Financial Sector, COM(2010) 549 final"*.

<sup>77</sup> Cfr. Libro Verde sul futuro dell'IVA, op. cit..

<sup>78</sup> Cfr. la sentenza 7 marzo 2013, causa C-275/11, punto 30, secondo cui *"Va infatti ricordato che gli investitori che investono direttamente il loro patrimonio in titoli non sono assoggettati ad IVA e che l'obiettivo dell'esenzione delle operazioni collegate alla gestione di fondi comuni d'investimento prevista dall'articolo 13, parte B, lettera d), punto 6, della sesta direttiva è quello di agevolare ai piccoli investitori l'investimento in titoli tramite organismi d'investimento collettivo escludendo i costi dell'IVA, al fine di garantire la neutralità del sistema comune dell'IVA quanto alla scelta tra l'investimento diretto in titoli e quello mediante organismi d'investimento collettivo"*. Si vedano anche le sentenze *Abbey National*, causa C-169/04, punto 62, nonché *JP Morgan Fleming Claverhouse Investment Trust e The Association of Investment Trust Companies*, causa C-363/05, punto 45. Tuttavia, come evidenziato da alcuni autori, spesso il destinatario dei beni e servizi esenti non è il consumatore finale, ma un altro operatore economico (cfr. in tal senso ENGLISCH J., *EU perspective on VAT exemptions, Working Papers 1111, Oxford University Centre for Business Taxation*, 2011). Ciò ha fatto sorgere diversi dubbi e un acceso dibattito circa l'opportunità di mantenere tutte le attuali esenzioni, anche alla luce del numero sempre crescente di cause promosse dinanzi alla Corte di Giustizia.

all'interno della Direttiva IVA, le operazioni finanziarie sono caratterizzate da un regime di esenzione che ha carattere essenzialmente “oggettivo”<sup>79</sup> e che, quindi, non risente né della natura giuridica del prestatore né della eventuale autorizzazione richiesta per lo svolgimento dell'attività<sup>80</sup>.

In particolare la Direttiva IVA, al considerando (35), prevede l'opportunità di “*redigere un elenco comune di esenzioni per una percezione paragonabile delle risorse proprie in tutti gli Stati membri*”.

Alle “esenzioni” è dedicato l'intero Titolo IX e quelle aventi ad oggetto le operazioni finanziarie sono disciplinate dall'art. 135 e, in particolare, dal paragrafo 1, che include una gamma eterogenea di servizi di cui viene fornito un elenco “tassativo”. Quelli di natura più puramente finanziaria sono elencati alle lettere da b) a g):

“*b) la concessione e la negoziazione di crediti nonché la gestione di crediti da parte di chi li ha concessi;*

*c) la negoziazione e la presa a carico di impegni, fideiussioni e altre garanzie nonché la gestione di garanzie di crediti da parte di chi ha concesso questi ultimi;*

*d) le operazioni, compresa la negoziazione, relative ai depositi di fondi, ai conti correnti, ai pagamenti, ai giroconti, ai crediti, agli assegni e ad altri effetti commerciali, ad eccezione del ricupero dei crediti;*

*e) le operazioni, compresa la negoziazione, relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio, ad eccezione delle monete e dei biglietti da collezione ossia monete d'oro, d'argento o di altro*

---

<sup>79</sup> Almeno per quanto riguarda le operazioni che a noi maggiormente interessano in questa sede, come successivamente individuate.

<sup>80</sup> L'esercizio professionale dei servizi e delle attività di investimento nei confronti del pubblico, in particolare, è generalmente soggetto a riserva di attività a favore di determinate categorie di soggetti nonché subordinato al rilascio di una preventiva autorizzazione.

## Il sistema delle esenzioni nella Direttiva IVA

*metallo e biglietti che non sono normalmente utilizzati per il loro valore liberatorio o presentano un interesse per i numismatici;*

*f) le operazioni, compresa la negoziazione ma eccettuate la custodia e la gestione, relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli, ad esclusione dei titoli rappresentativi di merci e dei diritti o titoli di cui all'articolo 15, paragrafo 2;*

*g) la gestione di fondi comuni d'investimento quali sono definiti dagli Stati membri”.*

Ai sensi del successivo art. 137, par. 1, “*Gli Stati membri possono accordare ai loro soggetti passivi il diritto di optare per l'imposizione delle ... a) le operazioni finanziarie di cui all'articolo 135, paragrafo 1, lettere da b) a g)*”. Inoltre, “*Gli Stati membri stabiliscono le modalità di esercizio del diritto di opzione previsto al paragrafo 1*” e “*possono restringere la portata di tale diritto*” (par. 2).

All'interno della suddetta lett. f) si ritiene che possano ricadere alcuni servizi di investimento di cui alla normativa di matrice MiFID. Tuttavia, nella Direttiva IVA non vengono fornite le definizioni delle singole tipologie di “operazioni” prese in considerazione da detta lett. f), il che ha reso (e continua a rendere) particolarmente arduo individuare quali servizi di investimento possano ricondursi al novero delle “operazioni” ivi indicate e quali, invece, debbano sottostare alle ordinarie regole IVA.

Prima di cercare di definire, con il supporto delle principali pronunce della CGE, la tipologia di “operazioni” prese in considerazione dalla citata lett. f) e provare, quindi, ad individuare la giusta collocazione dei singoli servizi di investimento nell'ambito del regime IVA ordinario piuttosto che in quello di esenzione, nel

paragrafo successivo ci si soffermerà sul principio di accessorialità ai fini IVA e sulle operazioni miste. Tale richiamo appare particolarmente utile in considerazione del fatto che, come si avrà modo di rilevare nel prosieguo della trattazione, alcuni servizi di investimento si presentano di fatto come operazioni miste o possono (almeno teoricamente) essere ricondotti al regime di esenzione da IVA quali operazioni accessorie rispetto ad altre operazioni, principali, aventi tutte le caratteristiche per godere del regime di esenzione.

### 2.3 *L'accessorialità e le "operazioni miste"*

Uno dei principi che caratterizzano l'IVA e che è di interesse richiamare in questa sede è quello di "accessorialità" in base al quale le operazioni che rivestono carattere secondario rispetto all'operazione principale non sono soggette autonomamente all'IVA, ma sono attratte al medesimo trattamento fiscale riservato a quest'ultima e, quindi, assoggettamento all'imposta (con la medesima aliquota), non imponibilità o esenzione, a seconda dei casi<sup>81</sup>.

Ai sensi dell'art. 73 della Direttiva IVA, infatti, per le cessioni di beni e le prestazioni di servizi la base imponibile comprende generalmente tutto ciò che costituisce il corrispettivo versato o da versare al fornitore o al prestatore per tali operazioni da parte dell'acquirente, del destinatario o di un terzo.

L'art. 78, par. 1, lett. b), della medesima Direttiva, poi, include nella base imponibile IVA, tra le altre, anche le spese accessorie.

Manca, nella stesura dell'art. 78, una vera e propria definizione di accessorialità, limitandosi lo stesso ad una mera elencazione: spese di

---

<sup>81</sup> Cfr. CENTORE P., "IVA", Edizione XI, Ipsoa, 2020, pagg. 343 ss.; MANDÒ G. – MANDÒ D., "Manuale dell'imposta sul valore aggiunto", Ipsoa, 2014, pagg. 306 ss.; GIORGI M., "Sull'oggettività dell'esenzione da IVA delle operazioni di assicurazione e riassicurazione, e sulla nozione di operazione accessoria", in Rass. Trib., 2/1999, pag. 648.

## L'accessorietà e le "operazioni miste"

commissione, di imballaggio, di trasporto e di assicurazione addebitate dal fornitore all'acquirente o al destinatario della prestazione.

Tale elencazione, non esaustiva, sicuramente non agevola l'interprete anche a causa della mancata indicazione di validi criteri ermeneutici e rende necessaria un'analisi caso per caso dei requisiti necessari per qualificare un'operazione come accessoria.

Tuttavia, riprendendo le indicazioni di volta in volta fornite dalla Corte di giustizia europea, emerge innanzitutto come ogni operazione debba avere autonoma rilevanza ed essere, quindi, interpretata indipendentemente dalle altre. In altre parole, il regime di accessorietà avrebbe carattere derogatorio rispetto a quello ordinario secondo cui ciascuna prestazione va considerata separatamente<sup>82</sup>.

In particolare, sulla base delle indicazioni fornite dalla giurisprudenza comunitaria, si può sostenere che affinché un'operazione sia qualificata come accessoria è necessario che essa:

1) costituisca *“un unicum sotto il profilo economico con altre operazioni rilevanti ai fini Iva”*<sup>83</sup> e

2) sia *“collegata a quella avente carattere principale da un nesso di «dipendenza» funzionale”*<sup>84</sup>.

Si tratta di due aspetti strettamente collegati<sup>85</sup>.

---

<sup>82</sup> Su tale aspetto cfr. SALVATI A., *“Prestazioni assicurative e accessorietà ai fini IVA”* in Rass. Trib. n. 5/2013, pagg. 1161 ss..

<sup>83</sup> Sul punto cfr. la sentenza della CGE del 2 maggio 1996, causa C-231/94 *FG-Linien*.

<sup>84</sup> Cfr. CERATO S., *“Le operazioni accessorie ai fini Iva”*, in Euroconference News, 19 settembre 2014.

<sup>85</sup> Sul punto vd. anche LOGOZZO M., *“La qualificazione unitaria dell'operazione ai fini IVA”* in GT – Riv. Giur. Trib., Anno XIII, n. 3/2006, pagg. 210 ss., il quale, con riferimento alla causa C-41/04, ha evidenziato come la Corte abbia (1) innanzitutto rilevato l'esistenza di un nesso inscindibile tra due operazioni, cioè la fornitura di un programma *standard* e il suo adattamento alle esigenze del consumatore e, quindi, l'unicità, sotto il profilo economico, della prestazione ai fini IVA e (2) successivamente, al fine di poter correttamente qualificare tale unica operazione come cessione di beni o prestazione di servizi, abbia fatto riferimento agli elementi predominanti, cioè a quegli elementi che caratterizzano, anche sul piano dell'utilità pratica per il consumatore, l'intera prestazione. L'autore ha, poi, evidenziato la *“portata relevantissima”* del principio stabilito

Con riferimento al primo, quando le diverse operazioni costituiscono un *unicum* non devono essere artificialmente divise in più operazioni separate, al fine di non alterare il corretto funzionamento del sistema dell'IVA e di non falsare la concorrenza.

Secondo un orientamento ormai consolidato della Corte UE, si può avere prestazione unica sia quando un elemento deve essere considerato come la prestazione principale e un altro elemento come una prestazione accessoria<sup>86</sup> che quando due o più elementi sono a tal punto strettamente connessi da formare, oggettivamente, una sola prestazione economica indissociabile la cui separazione avrebbe carattere artificiale<sup>87</sup>.

Sul secondo aspetto, la Corte di giustizia UE ha elaborato nel tempo un principio secondo cui una prestazione è considerata accessoria ad una prestazione principale quando essa non costituisce

---

dalla Corte di giustizia con la sentenza in esame. “*Si tratta di una sorta di interpretazione antielusiva delle clausole contrattuali riferibili all’operazione da assoggettare ad IVA. Se si attribuisse alle singole clausole contrattuali contenenti prezzi distinti e all’emissione di una pluralità di fatture in relazione ad esse un’importanza decisiva, le parti di un contratto avrebbero la possibilità di determinare a loro discrezione la qualificazione rilevante ai fini dell’applicazione dell’IVA. Ciò sarebbe in contrasto con l’esigenza di valutare la prestazione tipica del contratto, vale a dire di considerare la sua intrinseca natura sulla base degli elementi caratteristici che lo contraddistinguono. L’esistenza di un legame inscindibile tra le più prestazioni «parziali» che caratterizzano un rapporto contrattuale depono a favore di una valutazione unitaria dell’operazione. Contrasta con i principi comunitari dell’IVA l’artificiosa scomposizione di una operazione unitaria al fine di influenzarne il regime impositivo. Pertanto, quando un’operazione economica, composta da più prestazioni parziali, per la sua intrinseca natura possa essere valutata unitariamente, l’IVA si applica sull’intero corrispettivo.*”

<sup>86</sup> Benché, come evidenziato in più occasioni dalla CGE, compete al giudice nazionale valutare la situazione di fatto in un caso particolare, la stessa Corte ha in genere ritenuto di poter fornire a tale giudice nazionale alcune linee guida di interpretazione del diritto dell’Unione che possano consentirgli di pronunciarsi sul singolo caso. Vd. ad esempio sentenze 27 ottobre 2005, C-41/04 *Levob Verzekerings e OV Bank*; 29 marzo 2007, C-111/05 *Aktiebolaget NN*; 2 dicembre 2010, C-276/09 *Everything Everywhere*; 10 marzo 2011, C-497/09, C-499/09, C-501/09 e C-502/09 *Bog e a.*; 8 maggio 2012, C-44/11 *Deutsche Bank*.

<sup>87</sup> Con riferimento a questa seconda ipotesi, come si avrà modo di approfondire in seguito (cfr. il par. 3.3.5 del cap. III), la Corte UE ha ad esempio riconosciuto come prestazione unica il servizio di gestione individuale di portafogli (causa C-44/11, *Deutsche Bank*). In questo caso, mancando una prestazione principale e una accessoria, viene meno l’attrazione di una al regime IVA previsto per l’altra, dovendo quindi individuare, con riferimento al caso specifico, il corretto trattamento IVA dell’unica operazione complessivamente considerata.



## L'accessorietà e le "operazioni miste"

per la clientela un fine a sé stante, bensì il mezzo per fruire nelle migliori condizioni del servizio principale offerto dal prestatore<sup>88</sup>.

Tali aspetti sono particolarmente rilevanti nell'ambito dei servizi di investimento che, come si avrà modo di rilevare, sono spesso rappresentati da "operazioni miste" o "complesse" e cioè da una serie di elementi che spesso richiedono un esame caso per caso per poterli qualificare come un'unica operazione ovvero come due o più operazioni separate.

Tornando all'art. 78 della Direttiva IVA, esso non sembra richiedere, al fine di valutare l'accessorietà della prestazione, la coincidenza tra il soggetto che pone in essere l'operazione principale e quella accessoria (c.d. identità soggettiva)<sup>89</sup>, ma semplicemente che le spese accessorie siano addebitate dal fornitore all'acquirente o al destinatario della prestazione.

Sul punto anche la Corte di giustizia, dopo l'approccio espresso nella causa C-349/96 *CPP*<sup>90</sup>, in cui aveva sostanzialmente ritenuto che per qualificare un'operazione come accessoria è necessario che la stessa sia posta in essere dal medesimo soggetto che pone in essere l'operazione principale, ha modificato il proprio orientamento. Ciò lo ha fatto prima con la sentenza 11 gennaio 2001, causa C-76/99 *Commissione/Francia*, in cui ha stabilito che le indennità percepite da un laboratorio di analisi a fronte della trasmissione ad altro laboratorio dei prelievi effettuati sui pazienti sono assoggettate al medesimo regime Iva delle prestazioni di analisi e, poi, con la sentenza 21 giugno 2007,

---

<sup>88</sup> Si fa riferimento alle sentenze 22 ottobre 1998, cause riunite C-308/96 e C-94/97 *Madgett e Baldwin*; 11 gennaio 2001, causa C-76/99, par. 27; 25 febbraio 1999, causa C-349/96, *CPP*, par. 30; 19 luglio 2012, causa C-44/11, *Deutsche Bank*, par. 24.

<sup>89</sup> La norma italiana, rappresentata dall'art. 12 del DPR n. 633/1972, invece, richiede un requisito di identità soggettiva fra prestatore dell'operazione principale e quello dell'operazione accessoria. Sul punto vd. DE PETRIS G., "Accessorietà delle prestazioni ai fini IVA e criteri distintivi dell'unicità dell'operazione economica: luci e ombre di un recente intervento della Corte di Cassazione", in *Dir. e Pratica Trib.*, 3/2019, pagg. 1283 ss..

<sup>90</sup> Sentenza 25 febbraio 1999, causa C-349/96.

causa C-453/05 *Ludwig*, in cui ha confermato che l'accessorietà prescinde dall'identità dei soggetti passivi che effettuano l'operazione principale e quella accessoria.

La prima delle due sentenze sopra richiamate ha un carattere particolarmente innovativo in quanto la Corte ha affermato che, affinché una prestazione sia accessoria ad una principale, non ha rilevanza che esse siano oggetto di separate fatturazioni: tali prestazioni, in altri termini, possono essere rese al medesimo committente anche da parte di due soggetti differenti<sup>91</sup>.

#### **2.4 Le “operazioni” finanziarie di cui all'art. 135, par. 1, lett. f)**

Il regime delle esenzioni, in ambito comunitario, con particolare riferimento ai servizi di investimento, deve essere individuato all'interno dell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA e, prima di essa, all'interno dell'art. 13, parte B, lett. d), n. 5), della VI Direttiva.

Il contenuto di tali disposizioni, di identico tenore, non rappresenta altro che il consolidamento della situazione prevalente all'interno degli Stati membri nel momento in cui la VI Direttiva fu adottata, in modo da consentire agli Stati membri stessi di mantenere il proprio regime fiscale sulle transazioni finanziarie. L'elenco delle esenzioni, infatti, non è mai stato pubblicamente discusso nel corso delle negoziazioni sul contenuto della VI Direttiva<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> Quanto, invece, alla necessaria identità del destinatario delle prestazioni cfr. DE PETRIS G., op. cit..

<sup>92</sup> Cfr. AMAND C., “*European Union – The limits of the EU VAT exemption for financial services*”, International VAT Monitor, 2009 (Vol. 20), No. 4, IBFD. Secondo quanto evidenziato dall'autore, “*From an analysis of the official documents published in preparation of the adoption of the Sixth Directive, as well as the way in which the nine Member States that have adopted that Directive in 1977 have transposed its provisions into national law, it appears that the VAT exemptions that still apply today simply consolidated the situation that prevailed when the Sixth Directive was adopted, enabling the then Member States to maintain the tax regime for banking and insurance transactions. The list of VAT exemptions has never been publicly discussed during the negotiations on the content of the Sixth Directive, and the internal discussions are probably*

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

Ai sensi della suddetta lett. f), sono esenti le “operazioni, compresa la negoziazione ma eccettuate la custodia e la gestione, relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli ...”.

Il contenuto di detta lett. f), in realtà, non è affatto di diretta e immediata interpretazione. Tale difficoltà è, poi, accentuata dall’utilizzo di termini sostanzialmente differenti nelle diverse versioni linguistiche della Direttiva stessa. La versione inglese dell’art. 135, ad esempio, utilizza una terminologia non del tutto coincidente con quella italiana facendo riferimento alle: “*transactions, including negotiation but not management or safekeeping, in shares, interests in companies or associations, debentures and other securities, but excluding documents establishing title to goods, and the rights or securities referred to in Article 15(2)*”<sup>93</sup>.

Si pone, quindi, un problema interpretativo legato al significato che il legislatore comunitario ha voluto assegnare ai termini “operazioni/*transactions*”, “negoziazione/*negotiation*”, “custodia/*safekeeping*” e “gestione/*management*”. Ciò ha determinato un acceso dibattito, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza che, per alcuni aspetti, non ha ancora trovato soluzioni condivise.

---

*limited to the long night, called the Brussels secret marathon of the Council. Actually, the wording of the exemptions for financial services laid down by Art. 13(B) (d) of the Sixth Directive, which, with small changes, have been transferred to Art. 135(1) of the current VAT Directive, is identical to corresponding exemptions of the French tax sur les opérations financières (tax on financial transactions) that applied between 1968 and 1979. Moreover, the impact of the exemptions has never been analysed from a micro or macroeconomic perspective.”*. Si aggiunga che la proposta iniziale della Commissione europea prevedeva solo poche fattispecie di esenzione con riferimento alle transazioni finanziarie. L’elenco è stato successivamente ampliato nell’ambito del Gruppo di lavoro sulle questioni finanziarie. Sul punto vd. AMAND C., “*European Union – EU VAT and Financial Services: Which Rules, What Consequences and Which Possible Solutions?*” cit..

<sup>93</sup> E ciò nonostante nel “*Summary of results*” relativo alla consultazione pubblica sui servizi finanziari organizzata dalla Commissione Europea – DG TAXUD nel periodo 14 marzo – 9 giugno 2006 (antecedentemente, quindi, alla data di pubblicazione della Direttiva), gli operatori finanziari avessero rilevato che “*the terminology for exempt financial and insurance services used in the different language versions of the legislation differs substantially and should be aligned*”.

Al riguardo, preme evidenziare che nella VI Direttiva veniva utilizzata la medesima terminologia e si faceva riferimento alle medesime “operazioni” di cui all’art. 135 in esame<sup>94</sup>. Per tale motivo, le valutazioni fatte dalla giurisprudenza comunitaria e dalla dottrina con riferimento alla VI Direttiva, in merito alle “operazioni in esame”, possono ritenersi applicabili *sic et simpliciter* anche alle medesime operazioni di cui all’art. 135 della Direttiva 2006/112.

Prima di affrontare l’aspetto legato all’interpretazione dei suddetti termini, verrà fatto un rapido cenno, nel paragrafo successivo, alle revisioni che erano state inserite nella proposta di modifica della Direttiva IVA<sup>95</sup> e che saranno utili nella prossima trattazione, quantomeno come indicazione circa il significato che il legislatore comunitario voleva attribuire ai termini utilizzati all’interno della citata lett. f), del paragrafo 1, dell’art. 135.

### 2.4.1 La proposta di modifica della Direttiva 2006/112 (cenni)

Con la proposta di modifica della Direttiva IVA la Commissione europea ha preso atto che *“le norme vigenti in materia di esenzioni dall’IVA per i servizi finanziari e assicurativi contenute nella direttiva 2006/112/ [...] sono superate e hanno dato luogo ad un’interpretazione e un’applicazione non uniformi di tali esenzioni”*<sup>96</sup>.

---

<sup>94</sup> L’art. 13, della VI Direttiva, parte “B. Altre esenzioni”, lett. d), punto 5, in particolare, esenta *“le operazioni, compresa la negoziazione, eccettuate la custodia e la gestione, relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni, altri titoli, ad esclusione: — dei titoli rappresentativi di merci; — dei diritti o titoli di cui all’articolo 5, paragrafo 3”*.

<sup>95</sup> Si fa riferimento, in particolare, alla proposta COM(2007) 747 definitivo/2 del 20 febbraio 2008. A causa dell’impossibilità nel raggiungere il consenso tra gli Stati membri, tuttavia, la proposta è stata ritirata dopo diversi anni di discussioni. Cfr. CENTORE P., *“IVA – Bussola di orientamento delle norme europee”*, Ipsoa, 2013, pagg. 84 ss..

<sup>96</sup> Cfr. Considerando (1) dove si evidenzia anche che *“La complessità delle norme e la diversità delle prassi amministrative creano incertezza giuridica per gli operatori economici e le autorità fiscali. Tale incertezza ha dato luogo ad una serie considerevole di controversie e accresciuto gli oneri amministrativi.”*.

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

D'altronde già l'OCSE, da un lato, nel *Report* del 1998<sup>97</sup> e la stessa Commissione europea, dall'altro, nel *Consultation Paper* del 2006<sup>98</sup>, avevano evidenziato tali problematiche. L'OCSE, in particolare, con il citato *Report*, aveva dimostrato che l'applicazione dell'IVA ai servizi finanziari non era uniforme tra gli Stati membri; la Commissione, invece, aveva dato atto dell'elevato numero di casi in cui tanto gli operatori, quanto gli Stati membri, avevano evidenziato difficoltà nell'interpretazione della relativa disposizione della VI Direttiva<sup>99</sup>. I medesimi problemi interpretativi erano emersi anche dal numero crescente di casi portati all'attenzione della Corte di Giustizia europea<sup>100</sup>.

Conseguentemente, la Commissione ha constatato la necessità di “*precisare quali servizi assicurativi e finanziari siano esenti in modo da accrescere la certezza giuridica e ridurre gli oneri amministrativi per gli operatori e le autorità*”<sup>101</sup>.

In tale contesto generale, la proposta della Commissione prospettava la sostituzione dell’art. 135 e, in particolare, della lett. f) di cui si discute, con (1) una lettera “(e) *cessione di titoli*” e (2) una lettera “(f) *intermediazione in operazioni assicurative e finanziarie di cui alle lettere da a) a e)*”.

Tale proposta, inoltre, introduceva l’art. 135 *bis* nella Direttiva 2006/112, contenente le definizioni dei termini utilizzati.

---

<sup>97</sup> OECD, *Indirect Tax Treatment of Financial Services and Instruments* (1998).

<sup>98</sup> European Commission, *Consultation Paper on Modernising Value Added Tax Obligations for Financial Services and Insurances* (2006).

<sup>99</sup> Che, come detto, per la parte che a noi interessa in questa sede, era di tenore identico rispetto alla Direttiva 2006/112.

<sup>100</sup> Su tali aspetti vd. DE LA FERIA R., “*The EU VAT treatment of insurance and financial services (again) under review*”, op. cit., pag. 81, la quale evidenzia tra l’altro che “*since the mid-1990s, the ECJ has been consistently asked by national courts to rule on the scope of the exemptions applicable to insurance and financial services.*”. Tuttavia, “*the rulings have in many cases heightened the level of legal uncertainty.*”.

<sup>101</sup> Cfr. Considerando (1) della menzionata proposta di modifica della Direttiva IVA.

La “*cessione di titoli*” di cui alla suddetta lett. (e), in particolare, veniva definita come la “*cessione di strumenti negoziabili diversi da quelli rappresentativi di diritti relativi a beni o di diritti di cui all’articolo 15, paragrafo 2, che rappresentino un valore finanziario e riflettano uno o più delle seguenti situazioni:*

(a) *la partecipazione al capitale di una società o altra associazione;*

(b) *la posizione di creditore in relazione a debiti;*

(c) *la proprietà di quote di organismi di investimento collettivo in titoli di cui alle lettere a) o b) o in altri strumenti finanziari esenti di cui all’articolo 135, paragrafo 1, lettere da a) a d), o in altri organismi di investimento collettivo”.*

Quanto, invece, all’*”intermediazione in operazioni assicurative e finanziarie”*, veniva definita come “*la prestazione di servizi resi ad una parte contrattuale, e da questa remunerati, come distinta attività di mediazione in relazione alle operazioni assicurative o finanziarie di cui all’articolo 135, paragrafo 1, lettere da a) a e), da parte di terzi intermediari”.*

La relativa proposta di Regolamento<sup>102</sup>, contenente disposizioni di applicazione dell’articolo 135, paragrafi 1, lettere da a) a g), e 1 bis, e dell’articolo 135 *bis* della Direttiva 2006/112/CE (come modificata dalla suddetta proposta)<sup>103</sup>, all’art. 9 specificava che “*la definizione di*

---

<sup>102</sup> Si fa riferimento, in particolare, alla proposta di Regolamento COM(2007) 746 definitivo/2 del 20 febbraio 2008.

<sup>103</sup> La proposta di Regolamento, in particolare, premette che “*è opportuno fissare norme relative a specifiche questioni di applicazione al fine di assicurare un trattamento coerente di tali questioni in tutta la Comunità. Occorre fornire precisazioni riguardo ai servizi di cui all’articolo 135, paragrafo 1, lettere da a) a g), e paragrafo 1 bis, della direttiva 2006/112/CE. Alla luce della complessità dei mercati dei servizi finanziari e del continuo sviluppo di nuovi prodotti, l’elenco delle operazioni che rientrano nell’esenzione o che ne sono escluse non deve essere esaustivo.*” (Considerando 3). Inoltre, “*Vi è incertezza riguardo al trattamento IVA di talune prestazioni che formano un insieme distinto pur essendo anche elementi costitutivi di un servizio assicurativo o finanziario. È pertanto opportuno indicare alcune prestazioni che presentano il carattere specifico*

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

«cessione di titoli» figurante nell’articolo 135 bis, punto 8), della direttiva 2006/112/CE comprende almeno quanto segue” (elenco non esaustivo):

(1) titoli di capitale, comprese le azioni;

(2) strumenti che attestano la promessa di rimborso di un debito, in particolare titoli a reddito fisso, obbligazioni e titoli obbligazionari di società, pagherò, titoli di debito in euro e altre carte commerciali (*commercial paper*) negoziabili;

(3) titoli ibridi, in particolare azioni privilegiate, *warrant* su strumenti di capitale, strumenti convertibili in forma di obbligazioni o azioni privilegiate che possono essere convertite in azioni ordinarie della società emittente;

(4) strumenti che attestano la proprietà di quote di organismi di investimento collettivo quali fondi aperti o chiusi, fondi negoziati in mercati, fondi comuni e fondi pensione, fondi speculativi e fondi d’investimento immobiliare.

Per quanto riguarda, invece, la nozione di “*intermediazione in operazioni assicurative e finanziarie*”, l’art. 10 della proposta di Regolamento stabiliva che un’attività costituisce una “*distinta attività di mediazione*” almeno se sono soddisfatte una o più delle condizioni seguenti:

(a) l’intermediario ha il potere di impegnare il prestatore o il destinatario del servizio assicurativo o finanziario esente;

---

*ed essenziale dei servizi esenti e altre che non presentano tale carattere. Alla luce dei criteri definiti nella giurisprudenza della Corte di giustizia delle Comunità europee, occorre considerare se le prestazioni in questione incidano sulle situazioni giuridiche o finanziarie delle parti di un’operazione esente o se non siano invece semplici prestazioni materiali o tecniche”* (sottolineato aggiunto). Cfr. il Considerando (4) della citata proposta di Regolamento.

(b) l'attività può avere per effetto la creazione, continuazione, modifica o estinzione di diritti e obblighi delle parti riguardo ad un servizio assicurativo o finanziario esente;

(c) l'attività consiste nella prestazione di una consulenza che implica conoscenze specializzate riguardo ad un servizio assicurativo o finanziario esente.

L'art. 11, invece, stabiliva cosa dovesse essere incluso e cosa escluso nella definizione di "intermediazione in operazioni assicurative e finanziarie". In particolare, tale nozione comprendeva almeno:

(a) la prestazione di servizi che comportano la negoziazione delle condizioni del prodotto;

(b) l'intermediazione in titoli azionari e prestiti ipotecari.

Dall'altro lato, invece, la medesima definizione non comprendeva:

(a) servizi standardizzati forniti da centri di assistenza telefonica;

(b) *brand hosting*, *web-hosting*, altri servizi *web* o servizi di *hosting*;

(c) pubblicità e altri servizi di informazione.

Alla luce di quanto sopra sinteticamente esposto emerge che, per quanto le istituzioni europee (e, in particolare, la Commissione) fossero consapevoli delle criticità della Direttiva 2006/112 e della conseguente mancanza di uniformità sia nell'interpretazione che nell'applicazione delle esenzioni in essa contenute, tanto da ritenere che la soluzione migliore fosse quella di abolire del tutto le esenzioni stesse<sup>104</sup>, hanno optato (a livello di proposta) per una soluzione meno drastica,

---

<sup>104</sup> Sul punto vd. CARVALHO B. – LAMENSCH M. – VAN THIEL S., "The VAT exemption for insurance-related services of brokers and agents: the case of the «Call Centre»", European Taxation, 2011 (Vol. 51), Journals IBFD.



Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

finalizzata comunque a fornire maggiore chiarezza e a ridurre l’incertezza tra gli operatori nell’applicazione dell’IVA.

Politicamente, tuttavia, non si è mai giunti ad una soluzione condivisa e le menzionate proposte di modifica sono state sostanzialmente abbandonate. D’altronde, anche il mondo bancario e assicurativo non ha mai realmente supportato la proposta della Commissione<sup>105</sup>.

Il contenuto dei menzionati documenti tornerà, comunque, utile in sede ermeneutica (sia pure *de iure condendo*), come si avrà modo di rilevare nel prosieguo della trattazione.

#### 2.4.2 *Il significato dei termini “operazioni” e “negoiazione”*

##### 2.4.2.1 *Aspetti generali*

Il concetto di “operazioni” non ha alcuna connotazione giuridica determinata, il che ha sollevato numerose difficoltà interpretative di non poco conto e, al tempo stesso, ha comportato l’attribuzione a tale termine di una miriade di significati differenti che ha finito per generare molta confusione tra gli operatori (e non solo).

Alcuni autori hanno osservato che tale termine indica “*il presupposto oggettivo di imponibilità, quindi prestazione di servizi,*

---

<sup>105</sup> Su tale aspetto cfr. AMAND C., “*European Union – The limits of the EU VAT exemption for financial services*” cit.; AMAND C., “*European Union – EU VAT and Financial Services: Which Rules, What Consequences and Which Possible Solutions?*” cit.. L’autore, in particolare, ha evidenziato che “*Critics who claimed that this proposal was totally unrealistic and doomed to fail, were told – in private – that the Commission was aware of this, but that it was a necessary step before putting forward new proposals. After years of huge personal involvement of many advisers supporting the efforts of the European Commission, this proposal was withdrawn by the European Commission on 30 April 2016.*”.

*cessione di beni o importazioni, le quali vengono in considerazione in funzione del loro oggetto”<sup>106</sup>.*

Tale interpretazione ha sicuramente un senso logico, soprattutto se si considera che siamo nell’ambito della Direttiva IVA ove il presupposto oggettivo, affinché una “operazione” possa entrare nel campo di applicazione dell’imposta, è costituito dal fatto che possa essere qualificata come prestazione di servizi o cessione di beni (oltre che importazione).

Volendo, però, applicare la Direttiva IVA alle prestazioni di cui alla MiFID II, l’interpretazione del termine “operazioni” richiede ulteriori specificazioni. L’applicazione della lett. f) di cui si tratta a tutte le prestazioni di servizi (solo in quanto tali), salvo pochissime eccezioni (quali la custodia e la gestione, espressamente escluse), porterebbe sicuramente a risolvere molti dubbi, ma rischierebbe di estendere eccessivamente il campo di applicazione delle esenzioni, contrariamente a quanto stabilito dal principio di “interpretazione restrittiva” cui si faceva cenno poc’anzi.

A mero titolo esemplificativo, trascurando per un attimo la questione relativa a cosa ricomprendere nella “custodia” e nella “gestione” e volendo seguire tale approccio, non vi sarebbero dubbi di sorta circa l’inclusione, nel regime di esenzione, della consulenza in materia di investimenti (su cui si tornerà più avanti) senza alcuna eccezione: si tratta, infatti, di una prestazione di servizi non espressamente esclusa dal dettato dell’art. 135.

Il dibattito dottrinale e la cospicua giurisprudenza in materia fanno emergere, però, la necessità di procedere con un’analisi delle specifiche caratteristiche del singolo caso concreto e, in alcune ipotesi,

---

<sup>106</sup> Cfr. CONFALONIERI, “Sulla interpretazione delle esenzioni IVA oggetto dell’art. 13 della VI Direttiva”, in Riv. Dir. Trib., 1997, II, p. 691. La medesima terminologia di cui all’art. 135, comma 1, lett. f) era, infatti, utilizzata, come già detto, anche nella VI Direttiva.

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

la corretta individuazione della tipologia di “operazioni” da far rientrare nel campo delle esenzioni IVA, ai sensi della citata lett. f), è risultata molto ardua (un esempio è proprio rappresentato dalla menzionata “consulenza”).

Volendo, quindi, cercare un’interpretazione dei termini utilizzati dalla lett. f), dell’art. 135 in esame, che consenta di comprendere quali “servizi di investimento” di cui alla normativa di matrice MiFID possano essere fatti rientrare, in quanto “operazioni”, nel campo delle esenzioni IVA, un inevitabile punto di partenza è sicuramente rappresentato dagli orientamenti espressi dalla Corte di Giustizia europea.

A tal fine, appare di particolare interesse il parere fornito all’Agenzia delle Entrate italiana dal Comitato IVA<sup>107</sup>, con il *Working Paper* n. 849 del 22 aprile 2015, in merito all’applicazione del regime di esenzione previsto dal citato art. 135 della Direttiva ad alcuni servizi di consulenza in materia di investimenti<sup>108</sup>.

Con il suddetto parere, su cui torneremo trattando del servizio di consulenza in materia di investimenti (v. *infra* Cap. V), il Comitato IVA, oltre ad essersi soffermato sulla tipologia di titoli cui l’art. 135 intende far riferimento, ha cercato di dare una definizione al termine “operazioni/*transactions*” e, al tempo stesso, al termine “negoziazione/*negotiation*”, alla luce dell’interpretazione elaborata nel corso del tempo proprio dalla Corte di Giustizia, preliminarmente evidenziando che il termine “operazioni/*transactions*” ha valenza molto ampia e include il termine “negoziazione/*negotiation*”.

---

<sup>107</sup> Che, secondo quanto previsto dall’art. 398 della Direttiva IVA, è composto da rappresentanti degli Stati Membri e della Commissione.

<sup>108</sup> Alla luce della sentenza della Corte di Giustizia, del 7 marzo 2013, nella causa C-275/11.

2.4.2.2 Il termine “operazioni” alla luce delle sentenze CSC e SDC

Al fine di fornire una definizione del termine “operazioni/transactions” il Comitato IVA richiama la nota sentenza CSC del 2001<sup>109</sup>, in cui la Corte, al paragrafo 28, specifica che “*As the Court emphasised at paragraph 73 of its judgment in SDC<sup>110</sup>, trade in securities<sup>111</sup> involves acts which alter the legal and financial situation as between the parties and are comparable to those involved in the case of a transfer or a payment.*”<sup>112</sup>.

La versione inglese del testo (lingua processuale) è significativa perché, in questo caso, viene utilizzato il termine “trade” invece di “transaction”.

Nella traduzione italiana del medesimo passaggio della Corte (par. 28), invece, viene utilizzato il termine “negoiazione”: “*la negoiazione dei titoli<sup>113</sup> comporta atti che modificano la situazione giuridica e finanziaria delle parti, paragonabili a quelli posti in essere nei casi di giroconto o pagamento*”<sup>114</sup>.

---

<sup>109</sup> Sentenza 13 dicembre 2001, causa C-235/00. La società *CSC Financial Services Ltd*, in particolare, fornisce ad istituti finanziari servizi di “call center” garantendo, in tal modo, la gestione di tutti i contatti tra l’istituto finanziario e il pubblico relativamente alla vendita di determinati prodotti finanziari, dal momento della richiesta di informazioni fino alla vendita stessa, ma con esclusione di quest’ultima. In particolare, con riferimento al caso esaminato dalla Corte, la *Sun Alliance*, che riunisce società che gestiscono fondi di investimento e piani di risparmio, ha affidato alla *CSC* l’insieme della comunicazione e dei contatti con i consumatori riguardanti un prodotto finanziario chiamato “*Daisy personal equity plan*” (fondo comune di investimento a capitale variabile). Al riguardo, gli operatori della *CSC* forniscono agli investitori potenziali le informazioni necessarie e i moduli di richiesta d’investimento riguardanti detto prodotto finanziario. Secondo quanto evidenziato nelle premesse della sentenza, per la normativa nazionale gli operatori della *CSC* non sono autorizzati a dare consigli, ma soltanto informazioni. Inoltre, le formalità relative all’emissione o al trasferimento dei titoli che rappresentano le partecipazioni al suddetto fondo comune di investimento sono soddisfatte da una distinta società.

<sup>110</sup> Si tratta della sentenza 5 giugno 1997, causa C-2/95 *SDC*.

<sup>111</sup> Sottolineato aggiunto.

<sup>112</sup> Continuando, “*The supply of a mere physical, technical or administrative service, which does not alter the legal or financial situation would not, therefore, appear to be covered by the exemption laid down in Article 13B(d)(5) of the Sixth Directive*”.

<sup>113</sup> Sottolineato aggiunto.

<sup>114</sup> I giroconti rappresentano, in particolare, una delle prestazioni fornite dalla *SDC*, nella causa richiamata sopra, ai suoi membri (che sono, per la maggior parte, casse di risparmio), su cui la Corte si sofferma a lungo. Si tratta, in particolare, di “*un’operazione consistente nell’esecuzione di*

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

Nella parte conclusiva della sentenza in esame, invece, la Corte utilizza i termini “operazioni/transactions”.

La versione inglese, infatti, evidenzia (par. 33) che “*the words ‘transactions in securities’<sup>115</sup> refer to transactions liable to create, alter or extinguish parties’ rights and obligations in respect of securities*” e la versione italiana che: “*i termini «operazioni relative a titoli»<sup>116</sup> riguardano operazioni che possono creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*”<sup>117</sup>.

Nel fornire la “nozione autonoma” di diritto comunitario, quindi, la Corte utilizza indifferentemente i termini “trade” e “transaction” (in italiano, “negoziazione” e “operazioni”) quasi a voler evidenziare l’irrelevanza dei termini utilizzati dalla Direttiva.

Molto interessanti, al riguardo, sono le Conclusioni dell’Avvocato Generale Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer nella medesima causa CSC in cui questi conduce un’indagine utilizzando plurimi criteri ermeneutici, quello letterale e quello teleologico.

Con riferimento al primo, richiamando le sue stesse Conclusioni nella precedente causa “SDC” (par. 41) e soffermandosi sulla terminologia utilizzata nelle diverse versioni linguistiche<sup>118</sup>, l’Avvocato

---

*un ordine di trasferimento di una somma di denaro da un conto bancario a un altro*” (par. 53 della sentenza), rilevante in questa sede in quanto, con riferimento a tale prestazione, la Corte fornisce una definizione di “mutamento del rapporto giuridico ed economico” (v. *infra*). Infatti, “*esso si caratterizza segnatamente per il fatto di implicare il mutamento del rapporto giuridico ed economico in atto, da un lato, tra il mandante e il beneficiario e, dall’altro, tra costoro e la loro rispettiva banca nonché, eventualmente, tra le banche. Inoltre l’operazione che implica questo mutamento è il semplice trasferimento dei fondi tra i conti, indipendentemente dalla sua causale*”.

<sup>115</sup> Sottolineato aggiunto.

<sup>116</sup> Sottolineato aggiunto.

<sup>117</sup> Su questo punto cfr. anche le sentenze del 29 ottobre 2009, SKF, C-29/08, par. 48 e del 5 luglio 2012, DTZ Zadelhoff, C-259/11, par. 22.

<sup>118</sup> In particolare, “*Le versioni linguistiche delle lingue romanze utilizzano un termine di scarso significato derivante dal verbo latino operari, che significa «agire», «operare» o «lavorare». Da parte sua, il testo inglese della sesta direttiva contiene un vocabolo anch’esso di origine latina ma più specifico e quindi dotato di maggiore capacità espressiva. Si tratta della voce transactions, che deriva dalla parola latina transactus, participio del verbo transigere che, a sua volta, trae origine da agere. Letteralmente, significa «far passare attraverso». Nella versione tedesca appare*

Generale evidenza che le “operazioni” costituiscono “*veri negozi giuridici*”. “*Per definizione, ogni negozio modifica la situazione giuridica preesistente ed è quindi atto a creare, modificare ed estinguere diritti e obblighi. Non per nulla il negozio giuridico è una delle fonti degli obblighi*”.

Quanto al secondo, l’Avvocato sostiene che l’esonazione “*non può avere altra ratio che quella di svincolare dal regime impositivo operazioni che, data la loro frequenza ed abitualità, costituiscono un elemento fondamentale dei sistemi finanziari e, pertanto, dell’attività economica degli Stati membri. Si tratta di evitare un onere a carico di determinate prestazioni che possa ostacolare il funzionamento del mercato*”<sup>119</sup>.

Conseguentemente, “*le operazioni esentate debbono essere solo quelle la cui esclusione risulti imprescindibile per conseguire il risultato voluto, ossia quelle atte ad alterare la realtà giuridica creando, modificando o estinguendo diritti ed obblighi. Le operazioni neutre, prive di effetti ad extra*<sup>120</sup>, *possono essere assoggettate ad imposta, in quanto la loro imposizione non incide sul sistema finanziario*”.

A questo punto si ritiene fondamentale, ai fini di una migliore comprensione, il passaggio del paragrafo 28 delle Conclusioni (sempre della causa CSC) in cui, l’Avvocato Generale, interpretando in maniera

---

*l’espressione Umsätze, che fa riferimento a «movimenti commerciali», «transazioni». Orbene, in spagnolo quest’ultimo termine esprime, nella sua seconda accezione, un affare, un negozio, un accordo commerciale» (paragrafi 22-23).*

<sup>119</sup> Cfr. paragrafo 24 delle Conclusioni nella causa CSC.

<sup>120</sup> Secondo quanto evidenziato dall’Avvocato Generale, “*Se si analizza la sua [della CSC, n.d.r.] attività e si osserva la situazione prima e dopo il suo intervento, si può constatare che non si rilevano variazioni. Da quando un interessato si mette in contatto telefonico con la CSC fino al momento in cui la richiesta di adesione viene rimessa alla Premier Unit Trust Administration Limited, nulla è cambiato, la realtà giuridica rimane la stessa*” (Cfr. nota 26 delle Conclusioni nella causa CSC).

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

“autentica”<sup>121</sup> il “significato della precedente causa *SDC*”, evidenzia che<sup>122</sup> “secondo la Corte sono esenti le prestazioni che, comportando una modifica della situazione giuridica, svolgono in realtà la funzione dell’operazione esentata dall’imposta, ossia costituiscono siffatta operazione”<sup>123</sup>.

L’Avvocato chiarisce poi, anche elaborando alcuni esempi, cosa debba intendersi per “modifica della situazione giuridica”. In particolare, “solo le operazioni che producono effetti diretti sul rapporto giuridico incorporato nel titolo e sono atte ad incidere sul suo contenuto, come, tra l’altro, l’emissione, il trasferimento, la girata, il pagamento e l’ammortamento, rientrano nell’ambito di applicazione dell’esenzione fiscale in esame. Le altre, ancorché strumentali, ne sono escluse” (par. 29).

Nell’ultimo passaggio l’Avvocato Generale, tornando al caso sottoposto al vaglio della Corte, conclude sostenendo che l’operazione esentata dalla disposizione in esame è quella (il negozio giuridico) tra l’emittente e il sottoscrittore dei titoli<sup>124</sup>.

Ciò non significa che, ai fini dell’esenzione in esame, rilevi l’aspetto soggettivo. Anzi, secondo l’orientamento che ormai si era

---

<sup>121</sup> Avendone egli stesso redattone le Conclusioni riprese, poi, nella successiva sentenza.

<sup>122</sup> Premettendo che “È lodevole lo sforzo profuso dalla CSC nelle sue osservazioni scritte per attribuire alla sentenza nella causa *SDC* un significato che non ha. La CSC fa derivare da tale sentenza l’idea che affinché un elemento di un’operazione esente rientri nell’esenzione, si deve trattare di una pratica specifica, essenziale e identificabile, qualità che, secondo quanto afferma la CSC, i servizi prestati alla Sun Alliance posseggono. Tuttavia, il significato della sentenza è un altro” (sottolineato aggiunto).

<sup>123</sup> In particolare, “La Corte ha dichiarato che, per essere qualificate come operazioni esenti, i servizi forniti da un centro d’informatica «devono formare un insieme distinto, visto nella sua globalità, che sia idoneo a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali di un servizio descritto nei punti prima citati [si fa riferimento ai punti 3 e 5 dell’art. 13, parte B, lett. d)]. Per quanto concerne l’operazione relativa ai giroconti”, i servizi forniti devono pertanto essere idonei ad operare trasferimenti di fondi ed a implicare modifiche giuridiche ed economiche» (punto 66)” (Cfr. la nota n. 27 delle Conclusioni nella causa CSC).

<sup>124</sup> In particolare, “l’operazione imponibile ed esentata in forza dell’art. 13, parte B, lett. d), punto 5, della sesta direttiva è il negozio giuridico tra la Sun Alliance e il sottoscrittore di titoli Daisy, a prescindere dal fatto che si tratti dell’emissione, della modifica di taluni suoi elementi oggettivi o soggettivi o della cancellazione” (par. 35 delle Conclusioni nella causa CSC).

formato presso la Corte già nelle cause *SDC* prima e *CPP* poi, l'aspetto soggettivo è irrilevante nel determinare se una data transazione (tra quelle in esame) sia o meno esente da IVA<sup>125</sup>.

Sul punto, infatti, l'Avvocato Generale sottolinea che se la *CSC*, secondo quanto previsto dal contratto, abbia tra le proprie competenze anche quelle necessarie ad effettuare alcuni di tali negozi giuridici agendo in nome dell'emittente, queste sarebbero esenti da IVA; in caso contrario, il suo intervento sarebbe “*meramente accessorio e preliminare al compimento di tali negozi giuridici*” e, pertanto, assoggettato al tributo secondo le regole ordinarie<sup>126</sup>.

Volendo definire ulteriormente il concetto di “**negozio giuridico**”, preme qui riprendere un passaggio delle Conclusioni nella causa *SDC*<sup>127</sup> in cui l'Avvocato Generale richiama l'attenzione sul fatto che “*le «operazioni» di cui alla lett. d) [dell'art. 13, parte B, della VI*

---

<sup>125</sup> In *SDC*, infatti, la Corte evidenzia che “*il fatto che gli elementi relativi alle persone siano irrilevanti al fine di determinare le operazioni esenti ex art. 13, parte B, lett. d), punti 3 e 5, trova conferma nelle disposizioni dell'art. 13, parte B, lett. d), punti 1 e 2, le quali, per parte loro, fanno riferimento (nel menzionare i crediti) a «chi li ha concessi» ed a «chi ha concesso questi ultimi».*” (par. 33). In *CPP*, invece, la Corte conclude (sulla quarta questione pregiudiziale) sostenendo che “*l'art. 13, sub B, lett. a), della sesta direttiva dev'essere interpretato nel senso che uno Stato membro non può limitare la portata dell'esenzione delle operazioni di assicurazione alle sole prestazioni effettuate dagli assicuratori autorizzati dal diritto nazionale a svolgere l'attività di assicuratore.*” (par. 36).

<sup>126</sup> Cfr. paragrafo 35 delle Conclusioni nella causa *CSC*. Per quanto concerne, in particolare, le operazioni accessorie, l'Avvocato Generale ha, poi, specificato che “*Se una determinata categoria di negozi giuridici viene esentata dall'IVA per conseguire un dato obiettivo, potranno essere esonerate solo le operazioni accessorie dirette alla sua realizzazione. Per usare i termini impiegati dalla Corte, sono esentate solo le prestazioni accessorie che svolgano le funzioni specifiche ed essenziali delle operazioni descritte nella disposizione che stabilisce l'esenzione; deve trattarsi di prestazioni che costituiscano di per sé operazioni esenti*”. Ancora, “*I servizi consistenti nella mera informazione e nell'evasione di richieste di sottoscrizione dei titoli non presentano le condizioni necessarie per poter ritenere ch'essi svolgano la funzione delle operazioni esenti di cui all'art. 13, parte B, lett. d), punto 5, della sesta direttiva. Si tratta di prestazioni accessorie, quindi non indispensabili, prive di qualunque contenuto sostanziale e inidonee ad incidere sui diritti e sugli obblighi che derivano dal titolo*” (Cfr. paragrafi 37 e 38 delle Conclusioni nella causa *CSC*). “*Né esse possono rientrare nella nozione di «negoiazione» e fruire in tal modo del vantaggio fiscale in esame*” (par. 39).

<sup>127</sup> La *SDC*, in particolare prestava un gran numero di servizi finanziari, prevalentemente alle casse di risparmio, ma anche ad altre imprese del settore finanziario. Essa è una persona giuridica costituita dall'Associazione delle casse di risparmio danesi. La causa in esame verteva sulla questione se determinati servizi prestati dalla *SDC* (ricorrente) ad una serie di istituti di credito fossero o meno soggetti all'IVA.



Direttiva] sono veri negozi giuridici di natura contrattuale di carattere squisitamente civile o — nella maggioranza dei casi — di carattere commerciale” (par. 41)<sup>128</sup> e che “le «operazioni» esenti, quando presentano, come elemento soggettivo, gli istituti di credito e i loro clienti [...], costituiscono in realtà contratti bancari di carattere molto diverso. In essi, l’istituto (di credito) si impegna a prestare un servizio ai suoi clienti in cambio di un determinato corrispettivo” (par. 43)<sup>129</sup>. “Importante [...] che l’esenzione viene concessa all’«operazione» realizzata tra l’istituto e il suo cliente, vale a dire il solo negozio giuridico in cui entrambi siano parte”<sup>130</sup> (par. 44)<sup>131</sup>.

---

<sup>128</sup> Sottolineato e grassetto aggiunti. Inoltre, “Il legislatore comunitario ha concesso la discussa esenzione a una serie di «operazioni» caratterizzate per la loro frequenza nel traffico giuridico, in quanto altrimenti sarebbero risultati gravati sia l’attività economica ordinaria che si svolge attraverso le figure commerciali menzionate (assegni, effetti commerciali, conti correnti, ecc.), sia i trasferimenti di azioni, quote sociali, obbligazioni e altri titoli” (par. 42 delle Conclusioni nella causa SDC).

<sup>129</sup> La Corte, nella relativa sentenza, specifica che “secondo una giurisprudenza costante, relativa alla nozione di prestazione di servizi effettuata a titolo oneroso, di cui all’art. 2, punto 1, della sesta direttiva, le operazioni imponibili presuppongono, nell’ambito del sistema IVA, l’esistenza di un rapporto giuridico tra il prestatore e l’utente, nell’ambito del quale avvenga uno scambio di reciproche prestazioni, dove il compenso ricevuto dal prestatore costituisca il controvalore effettivo del servizio prestato all’utente (v., in particolare, sentenza 3 marzo 1994, causa C-16/93, Tolsma, Race. pag. 1-743, punto 14)” (par. 45 della sentenza nella causa SDC).

<sup>130</sup> Sottolineato aggiunto.

<sup>131</sup> In particolare, “Se si tratta per esempio di un ordine di pagamento o di un trasferimento, parti del rapporto giuridico sono il cliente che dà l’ordine e la cassa di risparmio — o, in generale, l’istituto di credito — che accetta l’ordine e offre al cliente un servizio che consiste nel trasferire fondi a favore di un terzo” (par. 45 delle Conclusioni nella causa SDC). Infine, “è irrilevante, per l’applicazione dell’esenzione, quali siano i mezzi o gli strumenti mediante i quali l’istituto bancario esegue le proprie obbligazioni inerenti al negozio giuridico concluso con il cliente. È altrettanto irrilevante che, utilizzando tali mezzi o strumenti, l’istituto di credito si avvalga a sua volta della collaborazione di terzi” (par. 46 delle medesime Conclusioni). “In altri termini, l’«operazione», vale a dire il negozio giuridico tra la banca o la cassa di risparmio e il cliente, è cosa ben diversa dalla modalità seguita dall’istituto di credito per adempiere materialmente la propria obbligazione, che consiste nel prestare il servizio concordato. La sesta direttiva, parlando di «operazioni esenti» — art. 13, parte B, lett. d) —, si riferisce solo al primo negozio giuridico” (par. 47). Sul punto ricordo che, come detto sopra, anche nella causa CSC l’Avvocato aveva evidenziato che “l’operazione imponibile ed esentata in forza dell’art. 13, parte B, lett. d), punto 5, della sesta direttiva è il negozio giuridico tra la Sun Alliance e il sottoscrittore di titoli Daisy”, ma ha poi chiarito che “se tra le competenze contrattuali della CSC rientrano quelle necessarie ad effettuare alcuni di tali negozi giuridici agendo in nome della Sun Alliance, non ho il minimo dubbio ch’esse siano esenti da IVA” (par. 35 delle conclusioni nella causa CSC) e, quindi, l’irrelevanza del soggetto che pone in essere l’operazione affinché la stessa possa essere dichiarata esente da IVA.

Quanto, invece, al concetto di “**modifica della situazione giuridica e finanziaria**” delle parti, può essere utile richiamare la causa C-350/10 del 28 luglio 2011 “*Nordea*”<sup>132 133</sup> in cui la Corte di Giustizia ha specificato che “*le modifiche giuridiche ed economiche tali da poter caratterizzare un’operazione esente da IVA risultano soltanto dal trasferimento di proprietà, effettivo o potenziale, relativamente ai fondi o ai titoli*” (par. 33).

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, si può concludere che, secondo la richiamata giurisprudenza comunitaria, con il termine “*operazioni/transactions*” si deve intendere ogni negozio giuridico atto a:

- creare,
- modificare o
- estinguere
- i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli

e, quindi, a modificare la situazione giuridica e finanziaria delle parti.

Prima di passare all’esame del termine “negoziazione”, preme evidenziare che un’operazione relativa a titoli potrebbe anche essere composta di diversi servizi distinti e che tali servizi distinti potrebbero essere prestati dal medesimo soggetto ovvero anche da soggetti diversi.

---

<sup>132</sup> La *Nordea* è una banca commerciale svedese che, tra le altre attività, provvede all’acquisto e alla negoziazione di titoli nonché di divise e fornisce anche servizi di investimenti e fiduciari. La *Nordea* ha acquistato servizi dalla «*SWIFT*», una cooperativa posseduta insieme da più di duemila istituti finanziari ripartiti tra più di duecento paesi. La *SWIFT* gestisce un servizio mondiale di messaggeria elettronica per organismi finanziari che permette loro di scambiare messaggi finanziari standardizzati tramite un *software* sviluppato dall’impresa stessa e la sua rete internazionale criptata di trasmissione di dati. Grazie a tale rete la *SWIFT* provvede al trattamento di messaggi concernenti pagamenti interbancari e operazioni su titoli.

<sup>133</sup> Tale concetto è stato ripreso anche nella causa C-259/11 del 5 luglio 2012 in cui la Corte ha evidenziato che “*le operazioni sulle azioni e sugli altri titoli sono operazioni effettuate sul mercato dei valori mobiliari e che la negoziazione dei titoli comporta atti che modificano la situazione giuridica e finanziaria delle parti*” richiamando, oltre la già citata sentenza *SDC*, anche quella del 29 ottobre 2009, *SKF*, C-29/08.

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

Molte imprese, infatti, decidono di esternalizzare uno o più servizi ad altri soggetti.

In *SDC*, ad esempio, le prestazioni svolte dalla società di servizi a favore delle banche (o dei loro clienti) era stata descritta dal giudice *a quo* come “*costituita da una serie di componenti i quali, sommati gli uni agli altri, configurano la prestazione richiesta dalla banca o dai suoi clienti*”.

Al riguardo, si pone il problema di capire se i singoli servizi (o attività esternalizzate) possono costituire “operazioni relative a titoli” e, quindi, beneficiare dell’esenzione.

La Corte, in *SDC* prima e in *CSC* poi, ha riconosciuto la possibilità che tali servizi rientrino nel campo delle esenzioni da IVA a condizione, però, che formino un **insieme distinto**, visto nella sua globalità, che sia idoneo a svolgere le funzioni **specifiche** ed **essenziali** di un servizio esente.

È questo, in sostanza, il criterio giurisprudenziale che si applica ai casi di servizi esternalizzati<sup>134</sup>.

Al fine di meglio definire tale criterio si farà riferimento alle parole utilizzate dall’Avvocato *Villalón* nella causa *GfBk*<sup>135</sup> secondo cui 1) l’attività svolta dal terzo deve avere un vincolo intrinseco al servizio fornito (dalla società di gestione di fondi comuni nel caso di specie), 2) deve avere un considerevole grado di autonomia quanto al contenuto e 3) deve essere continua o, per lo meno, prevedibile nel tempo.

---

<sup>134</sup> Cr. In tal senso le Conclusioni dell’Avvocato generale nella causa C-275/11, par. 18.

<sup>135</sup> Causa C-275/11. La *GfBk*, in particolare, è un’azienda che si occupa della diffusione di informazioni e raccomandazioni di borsa, della prestazione di consulenza sull’investimento di strumenti finanziari e della commercializzazione di investimenti di capitali. Essa aveva concluso un contratto con una società che gestiva un fondo comune di investimento aperto, impegnandosi a fornire consulenza e raccomandazioni circa la vendita e l’acquisto di elementi patrimoniali del fondo.

Quanto al punto 1), il vincolo intrinseco è richiesto dai requisiti di “specificità” e “globalità” (insieme distinto) ed è presente in quelle prestazioni che sono proprie e che servono, quindi, a distinguere il servizio fornito (la gestione di un fondo comune di investimento nel caso di specie oppure il giroconto in CSC)<sup>136</sup>.

Con riferimento al punto 2), specificità e distinzione significano anche autonomia del servizio e, cioè, la “*capacità di svolgere prestazioni sufficientemente definite da non poter essere confuse con altre prestazioni svolte dal destinatario del servizio*”. In questo senso, il servizio deve essere anche determinante e, quindi, “*essenziale*”.

Quanto, infine, al punto 3), specificità e distinzione devono presentare anche “*una certa permanenza nel tempo*” e non deve trattarsi, quindi, di “*una prestazione sporadica e occasionale*”, bensì di una scelta operativa con un certo grado di stabilità.

Sulla base di tali aspetti e di un’analisi caso per caso, che dovrà essere svolta dal giudice nazionale, bisognerà valutare se i singoli servizi (o attività esternalizzate) possono beneficiare dell’esenzione quali “operazioni relative a titoli”.

#### 2.4.2.3 Il termine “negoziazione” alla luce delle sentenze CSC e SDC

Con riferimento al termine “negoziazione/*negotiation*”, il Comitato IVA richiama un altro passaggio della già menzionata sentenza CSC in cui la Corte evidenzia che nel contesto del punto 5, della lett. d), dell’art. 13, parte B, della VI Direttiva, il termine negoziazione “*contempla un’attività fornita da un intermediario che non occupa il posto di una parte in un contratto relativo ad un prodotto finanziario e la cui attività è diversa dalle prestazioni contrattuali tipiche fornite dalle parti di un siffatto contratto. Infatti, l’attività di*

---

<sup>136</sup> In *GfBk* sono indicate, ad esempio, le attività di calcolo delle quote e delle azioni del fondo, ma anche i servizi di consulenza.

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

*negoziazione è un servizio reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest’ultima come distinta attività di mediazione. Essa può consistere, tra l’altro, nell’indicare le occasioni in cui concludere un tale contratto, nell’entrare in contatto con l’altra parte e nel negoziare in nome e per conto del cliente i particolari delle prestazioni reciproche. La finalità di tale attività è quindi di fare il necessario perché due parti concludano un contratto, senza che il negoziatore abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto” (par. 39)<sup>137</sup>.*

L’Avvocato Generale, nelle relative Conclusioni, sembra adottare, invece, un approccio più ampio estendendo il concetto di “negoziazione” a tutte le forme di “rappresentanza”. Questi, infatti, sostiene che “L’idea del «negoziare» richiama quella del «transigere», «cedere» e «trattare», insomma del disporre dei propri diritti ed interessi per giungere ad un accordo. La capacità di fare uso del proprio patrimonio la possiede solo il titolare o chi lo rappresenta, in forza della legge (patria potestà, tutela) o di una norma convenzionale (mandato, rappresentanza)”.

Secondo l’Avvocato Generale la ragione per cui la negoziazione rientra tra le operazioni esenti è da rinvenire nel fatto che essa “non ha un’identità distinta da quella del negozio giuridico cui è preliminare e, pertanto, è priva di vita propria ed è soggetta alla stessa disciplina tributaria”<sup>138</sup>.

---

<sup>137</sup> Sottolineato aggiunto. Dall’altro lato, “non si è in presenza di un’attività di negoziazione allorché una delle parti contrattuali affida ad un subfornitore una parte delle operazioni materiali collegate al contratto, come l’informazione da fornire all’altra parte, la ricezione e l’evasione delle richieste di sottoscrizione dei titoli che costituiscono l’oggetto del contratto. In tal caso, il subfornitore occupa lo stesso posto del venditore del prodotto finanziario e non è quindi un intermediario che non occupa il posto di un contraente ai sensi della disposizione di cui trattasi” (par. 40).

<sup>138</sup> Cfr. paragrafo 39 e relativa nota n. 39 delle Conclusioni nella causa CSC. In particolare, “Quando si negozia, in nome proprio o altrui, si prefigura il contenuto dell’operazione esente [...] se il negozio giuridico è esente lo è anche la negoziazione. A questo punto è indifferente che le

Tali aspetti evidenziati dall'Avvocato Generale, tuttavia, sembrano non essere fatti propri dalla Corte che li trascura sostenendo che non sia necessario “*interrogarsi sulla portata esatta del termine «negoziazione»*”<sup>139</sup>.

In definitiva, sulla base di quanto sostenuto dalla Corte nella causa CSC, ciò che rileva affinché si possa parlare di “*negoziazione/negotiation*” è che:

- il servizio reso rappresenti una “*distinta attività di mediazione*”,
- la cui finalità sia di “*fare tutto il necessario perché due parti concludano un contratto*”<sup>140</sup>,
- sia fornito “*da un intermediario che non occupa il posto di una parte in un contratto relativo ad un prodotto finanziario*”  
e

---

*trattative vengano svolte direttamente o attraverso un rappresentante. Quando si agisce in quest'ultimo modo, l'attività del rappresentante appare come quella del rappresentato e, pertanto, la negoziazione svolta dal primo dev'essere soggetta alla stessa disciplina tributaria che sarebbe applicabile qualora fosse svolta dal mandante. Diversamente, si violerebbe il principio della neutralità dell'imposta*”. Sembra che l'Avvocato Generale ragioni, quindi, in una logica di “*attrazione*” dell'attività di negoziazione, che “*è priva di vita propria*”, alla medesima disciplina tributaria del negozio giuridico “*cui è preliminare*” e non sulla natura della stessa quale “*distinta attività di mediazione*”.

<sup>139</sup> In particolare, al par. 39 della sentenza CSC si legge: “*Senza che sia necessario interrogarsi sulla portata esatta del termine «negoziazione», che peraltro compare in altre disposizioni della sesta direttiva e, in particolare, nell'art. 13 parte B, lett. d), punti 1-4, occorre constatare che [...]*”.

<sup>140</sup> Tale concetto, tra l'altro, è stato ripreso dal giudice europeo anche nella causa C-453/05 del 21 giugno 2007 in cui si legge “*l'attività di negoziazione è un servizio reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest'ultima come distinta attività di mediazione. A tal proposito, la finalità di detta attività è fare il necessario perché due parti concludano un contratto, senza che il negoziatore abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto*” (par. 23). Alcuni autori hanno evidenziato, al riguardo, che “*la nozione di «negoziazione» viene in tal modo delimitata rispetto al significato che tale termine assume nella comune accezione*”. Cfr. in tal senso MONTANARI F., “*Le operazioni esenti nel sistema dell'IVA*” cit.. Secondo l'autore, tuttavia, “*al di là della qualificazione della singola fattispecie contrattuale, viene valorizzata la promozione del risparmio e la tutela del risparmiatore/investitore: ciò che rileva è agevolare, mediante l'abbattimento del «costo del servizio», un'attività funzionale, in via diretta ed immediata, alla conclusione di contratti che determinano la creazione e l'immissione di liquidità nel circuito economico*” (pag. 312).

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

- *“la cui attività è diversa dalle prestazioni contrattuali tipiche fornite dalle parti di un siffatto contratto”.*

Inoltre, è necessario che ci si trovi in situazioni differenti da quelle in cui una delle parti contrattuali affida ad un subfornitore alcune operazioni materiali collegate al contratto in quanto *“in tal caso il subfornitore occupa lo stesso posto del venditore del prodotto finanziario e non è quindi un intermediario”*<sup>141</sup>.

#### 2.4.3 Il significato dei termini “custodia” e “gestione”

Al fine di una maggiore comprensione dei termini “custodia/safekeeping” e “gestione/management” è fondamentale premettere che la VI Direttiva prevedeva alcune deroghe durante il c.d. “periodo transitorio”<sup>142</sup>, iniziato il 1° gennaio 1978 e conclusosi il 1° gennaio 1991<sup>143</sup>.

In particolare, il paragrafo 3, lett. b), dell’art. 28, stabiliva che, durante detto periodo, gli Stati membri potevano continuare ad esentare le operazioni elencate nell’allegato F alle condizioni esistenti negli Stati stessi.

Tra le operazioni citate nell’allegato F rientravano, ai sensi del punto 15, la *“custodia e gestione di azioni, di partecipazioni in società o associazioni, di obbligazioni e di altri titoli o effetti commerciali (ad eccezione dei titoli rappresentativi delle merci, dei diritti e dei titoli di cui all'articolo 5, paragrafo 3)”*.

Si tratta, appunto, delle medesime “operazioni” che, con l’entrata in vigore del “regime definitivo”, sono state escluse dalle esenzioni e

---

<sup>141</sup> Cfr. par. 40 della sentenza CSC.

<sup>142</sup> Di cui al n. 4, dell’art. 28.

<sup>143</sup> Così disponeva l’art. 1, n. 2, della diciottesima direttiva del Consiglio 18 luglio 1989, 89/465/CEE, in materia di armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri relative alle imposte sulla cifra di affari — Soppressione di talune deroghe previste dall’articolo 28, paragrafo 3 della VI direttiva 77/388/CEE (GU L226, pag. 21).

assoggettate alla disciplina generale istituita dalla VI Direttiva (e, poi, ripresa dalla Direttiva 2006/112).

Un riferimento alle suddette attività viene fatto, ad esempio, dall'Avvocato Generale nelle conclusioni relative alla già citata causa *SDC*, quando evidenzia che le attività tipiche di gestione dei patrimoni mobiliari “*di norma comprendono la loro amministrazione e custodia, la riscossione di dividendi e di interessi nonché azioni analoghe*”<sup>144</sup>, non già le attività di negoziazione e compravendita. Si tratta, sostanzialmente, delle operazioni che non sono più esenti, come già detto, a partire dal 1° gennaio 1991.

Le attività di “custodia” e “gestione” sono state prese in considerazione anche nella causa *CSC*. L'Avvocato Generale, infatti, evidenziando nelle proprie Conclusioni che le operazioni che non producono effetti diretti sul rapporto giuridico incorporato nel titolo sono escluse dall'ambito di applicazione delle esenzioni, “*ancorché strumentali*”, richiama proprio la “custodia” e la “gestione” di titoli<sup>145</sup>.

Di tali termini, l'Avvocato Generale fornisce anche una definizione che risulta molto utile ai nostri fini. Egli, in particolare, definisce il deposito come quel contratto avente ad oggetto solo la sorveglianza e la custodia di un bene mobile, con obbligo di restituzione. Quanto al contratto di gestione o amministrazione, neanche esso modifica il contenuto del rapporto giuridico incorporato nel titolo, limitandosi a preservarne il valore<sup>146147</sup>.

---

<sup>144</sup> Al riguardo cfr. la nota 26, al paragrafo 74, delle citate Conclusioni nella causa *SDC*.

<sup>145</sup> In particolare, secondo quanto evidenziato dall'Avvocato Generale, “*il vantaggio fiscale non si applica alle attività consistenti nella custodia e nella gestione dei titoli. La custodia e la gestione sono negozi giuridici relativi ai titoli inidonei ad incidere sul contenuto del rapporto giuridico che questi ultimi rappresentano*” (par. 29 delle Conclusioni nella causa *CSC*).

<sup>146</sup> In particolare, “*l'amministrazione di titoli viene solitamente considerata, senza eccezioni, come servizio autonomo rispetto al deposito o alla registrazione, il che corrisponde all'idea tradizionale di deposito amministrato e fa riferimento ad un'attività di natura meramente amministrativa*”. Su questo punto l'Avvocato Generale cita “*S. Albella Amigo, nel suo studio «IVA y mercado de*



Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

#### 2.4.4 *Classificazione MiFID e fiscale dei servizi di investimento*

Alla luce di tutto quanto finora esposto emerge una profonda differenza tra la classificazione MiFID dei servizi di investimento e quella fiscale delle operazioni finanziarie, oltre alla mancanza di coordinamento tra le relative normative europee.

La normativa MiFID, infatti, definisce i servizi di investimento fornendone una elencazione tassativa e, per la maggior parte di essi (salvo alcune eccezioni), anche una definizione che consente di garantire certezza interpretativa agli operatori.

La normativa fiscale, invece, nel trattare del regime delle esenzioni, fa generico riferimento alle operazioni finanziarie e, relativamente a quelle che a noi maggiormente interessano in questa sede, alle operazioni, compresa la negoziazione, relative a titoli.

Manca in essa una chiara definizione dei termini con cui sono state designate le esenzioni, il che genera problemi interpretativi di non poco conto circa il significato che il legislatore comunitario ha voluto loro assegnare.

Come abbiamo avuto modo di esaminare, la proposta della Commissione di modifica alla Direttiva IVA mirava proprio a precisare quali servizi finanziari fossero esenti fornendo, tra l’altro, la definizione dei termini utilizzati. Essa, però, non ha trovato attuazione.

---

*valores», pubblicato nell'opera collettiva Estudios de Derecho fiscal en homenaje a Jaime Basanta, Ed. Civitas, S.A., Madrid, 1994, pagg. 273-280”.*

<sup>147</sup> L’Avvocato Generale evidenzia anche la differenza tra il contratto di gestione o amministrazione e quello di «gestione di un portafoglio di titoli»: in quest’ultimo caso, infatti, “*si attribuisce al gestore la facoltà di investire o disinvestire il patrimonio di cui gli è stata affidata l'amministrazione*” Quest’ultima differenza tornerà molto utile quando andremo ad analizzare il trattamento fiscale dei singoli servizi di investimento (v. *infra* Cap. III). Infine, “*L’eccezione è costituita dalla «negoziazione» di titoli che, benché sia esentata, tuttavia, [...] è così collegata, soggettivamente ed oggettivamente, alle operazioni che creano, modificano o estinguono i diritti rappresentati dal titolo che la loro inclusione nella definizione del vantaggio fiscale appare pienamente giustificata*” (cfr. paragrafo 30 delle Conclusioni nella causa CSC).

Conseguentemente si è dovuto far ricorso all'interpretazione della Corte di giustizia europea per colmare il *gap* esistente<sup>148</sup>.

Il mantenimento di diversi livelli tecnici (la normativa europea MiFID e quella fiscale, oltre naturalmente a quella dei singoli Stati che potrebbe essere più o meno allineata a quella europea), che non dialogano tra loro se non (in alcuni casi) nelle sentenze della Corte di giustizia UE, determina tuttavia una frammentazione di definizioni che non agevola affatto il lavoro di tutti coloro che sono tenuti ad applicare tali disposizioni.

A ciò si aggiunga che l'orientamento della Corte di giustizia è sostanzialmente quello di interpretare i termini delle esenzioni “*in funzione del sistema e della finalità della normativa di cui essi fanno parte*”<sup>149</sup> ovvero inquadrandoli “*nel contesto generale del sistema comune dell'IVA*”<sup>150</sup>, senza alcun riferimento alla disciplina di

---

<sup>148</sup> Su tali aspetti, cfr. lo studio affidato dalla Commissione europea a PricewaterhouseCoopers: “*Study to increase the understanding of the economic effects of the VAT exemption for financial and insurance services*”, Tender n° TAXUD/2005/AO-006-Final report. Nel suddetto documento (pag. 71), con particolare riferimento alla VI Direttiva, emerge che “*No definition of financial services is, however, provided, nor is any explicit reference made to definitions used by regulatory bodies. This lack of precision has resulted in considerable confusion for fiscal authorities and for taxpayers in defining the scope and application of the exemption. Confusion is evidenced in a number of national court cases, as well as a growing number of referrals to the European Court of Justice (ECJ)*”. Al riguardo, nello studio viene evidenziato che “*Three factors which may underpin a growing number of ECJ referrals are:*

***Divergence between Definitions used for Regulatory and Tax Purposes***

*While, in the year of adoption of the Sixth EU VAT Directive, there may have been a high-level of overlap between the national definitions of financial services used for the purposes of VAT and those used for regulatory purposes in the European Union, the gradual broadening of the range of financial services falling into the regulatory ambit means that this may no longer be the situation. For this reason, regulatory definitions may no longer provide guidance.*

***Relative Complexity of Financial Services and Products***

*Closely related to the foregoing, the more complex nature of financial services and products in 2006 vis-à-vis 1977 would appear to have compounded definitional issues.*

***Practice of Outsourcing***

*The practice of outsourcing has raised issues regarding what precisely constitutes a financial service in its own right as opposed to something that is merely an input to a financial service.”,*

<sup>149</sup> Si vedano in tal senso le conclusioni dell'Avvocato Generale Kokott nella causa C-169/04 *Abbey National*, par. 58.

<sup>150</sup> Si veda in tal senso, tra le altre, la decisione della CGE nella causa C-240/99 *Skandia*, par. 23. In questo caso, la Corte è chiamata ad interpretare la nozione di «operazione di assicurazione» ai sensi dell'art. 13, parte B, lett. a), della sesta direttiva. A tale proposito, per quanto (1) la *Skandia* sostenga che occorre interpretare il termine «assicurazione» nel medesimo senso, che esso figuri

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

settore<sup>151</sup>, in considerazione del fatto che le finalità delle diverse disposizioni sarebbero generalmente differenti<sup>152</sup>.

D'altronde, anche in dottrina si ritiene che le motivazioni contrarie ad un approccio caratterizzato da un maggior coordinamento a livello europeo siano prevalenti<sup>153</sup>, nonostante gli indubbi vantaggi che ne deriverebbero soprattutto in termini di uniformità interpretativa.

Da tutto ciò consegue che ancora oggi, nonostante l'evoluzione registrata dai mercati finanziari e i rapidi cambiamenti imposti dalla globalizzazione, gli operatori sono costretti a muoversi in una situazione di sostanziale incertezza giuridica che una normativa fiscale più chiara e, soprattutto, un coordinamento tra normativa fiscale e normativa di settore (MiFID) sarebbero stati in grado di eliminare.

È sicuramente corretto sostenere che ciascuna direttiva disciplina settori differenti e si occupa di aspetti diversi, ma è anche vero che dal punto di vista della sostanza economica ciascuna “operazione” ha un significato ben preciso e inequivocabile e, soprattutto per motivi di certezza giuridica, necessita di essere chiaramente disciplinata, senza lasciare troppi dubbi ed eccessivo spazio all'interpretazione.

---

nel testo delle direttive relative all'assicurazione o in quello della sesta direttiva, (2) la Corte rilevi che la sesta direttiva non definisce la nozione di «operazioni di assicurazione» e (3) la Corte stessa confermi che, come evidenziato da *Skandia*, “*al punto 18 della citata sentenza CPP la Corte ha effettivamente affermato che nessuna ragione autorizza un'interpretazione diversa del termine «assicurazione» a seconda che esso figuri nel testo delle direttive relative all'assicurazione o in quello della sesta direttiva*”, essa richiama, invece, il punto 17 della sentenza *CPP* in cui la Corte “*chiamata a interpretare la nozione «operazioni di assicurazione» di cui all'art. 13, parte B, lett. a), della sesta direttiva, ha dichiarato che un'operazione di assicurazione è caratterizzata, come in genere si ammette, dal fatto che [...]*” (par. 37 della sentenza *Skandia*). In altri termini, la Corte fa riferimento alla nozione autonoma di “operazioni di assicurazione” e non a quella contenuta nelle direttive relative all'assicurazione.

<sup>151</sup> Vd. *infra* cap. III.3.5.1.

<sup>152</sup> Corrisponde, tuttavia, alla prassi della Corte interpretare singole nozioni della normativa fiscale tenendo conto anche di pertinenti disposizioni comunitarie estranee alla normativa fiscale stessa, ma solo ove rivolte ai medesimi scopi. Si vedano in tal senso le conclusioni dell'Avvocato Generale *Kokott* nella causa *C-357/07 TNT Post*, par. 50.

<sup>153</sup> Si ritiene, ad esempio, che l'interpretazione dei termini utilizzati nella normativa IVA facendo esclusivo riferimento alla loro intrinseca natura garantisca l'esenzione anche a specifici servizi esternalizzati ad altri soggetti, riducendo così i rischi di ripercussioni negative sui consumatori finali derivanti dall'indetraibilità dell'IVA. Si veda in tal senso *AMAND C.*, “*European Union – The limits of the EU VAT exemption for financial services*” cit..

Un ulteriore aspetto che è emerso dall'analisi delle decisioni della Corte UE è rappresentato dalla convinzione che i termini utilizzati nella normativa europea in materia di IVA debbano essere interpretati senza tener conto del diritto interno dei singoli Stati membri e, in particolare, del diritto civile.

In diverse occasioni<sup>154</sup>, infatti, la Corte si è opposta a qualsiasi interpretazione della normativa fiscale alla luce del diritto dei singoli Stati membri, in questo modo sottolineando il concetto comunitario di normativa IVA (e, quindi, di autonomia delle relative nozioni) e confermando il proprio approccio caratterizzato da un'interpretazione sostanzialmente teleologica delle disposizioni europee tenendo conto, quindi, dello scopo e delle intenzioni del legislatore comunitario.

Su questa base metodologica la CGE ha sviluppato i criteri alla base delle esenzioni IVA che si fondano, in estrema sintesi, sul presupposto che i servizi prestati siano idonei a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali di un servizio esente<sup>155</sup> e su cui torneremo successivamente (v. *infra* Cap. IV).

Se è vero, però, che le esenzioni previste dalla Direttiva costituiscono nozioni autonome del diritto comunitario e che, quindi, è necessario precludere agli Stati membri la definizione autonoma del

---

<sup>154</sup> Cfr. al riguardo la sentenza 8 febbraio 1990 nella causa C-320/88 *Safe Rekencentrum*, in cui la Corte ha evidenziato che “*Risulta dal testo di tale norma [art. 5, n. 1, della VI Direttiva, n.d.r.] che la nozione di cessione di un bene non si riferisce al trasferimento di proprietà nelle forme previste dal diritto nazionale vigente, bensì comprende qualsiasi operazione di trasferimento di un bene materiale effettuata da una parte che autorizza l'altra parte a disporre di fatto di tale bene come se ne fosse il proprietario.*” (par. 7). Nella sentenza 4 ottobre 1995 nella causa C-291/92 *Dieter Armbrecht*, poi, la Corte ha sottolineato che “*la finalità della direttiva, che mira a basare il sistema comune dell'IVA su una definizione uniforme delle operazioni imponibili, sarebbe compromessa qualora la constatazione di una cessione di beni, che è una delle tre operazioni imponibili, fosse soggetta alla realizzazione di condizioni che variano da uno Stato membro all'altro*” (par. 13) e che, pertanto, la questione sollevata “*non può essere risolta in base al diritto nazionale da applicare nella causa principale*” (par. 14).

<sup>155</sup> Sul punto vd. MANNER S. – HERRMANN H., “*Application of Article 13(B) of the Sixth Directive to Data Service Companies*”, VAT Monitor, March/April 2001, IBFD.

Le “operazioni” finanziarie di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)

contenuto delle stesse (tassativamente indicate dalla Direttiva)<sup>156</sup>, ciò non esclude che si possa cercare un’interpretazione delle esenzioni anche alla luce dei criteri e delle nozioni contenute in altre disposizioni di livello comunitario. Ciò proprio al fine di garantire un’interpretazione omogenea e unitaria delle nozioni contenute nella normativa fiscale e, in definitiva, quella certezza giuridica tanto acclamata.

D’altronde, il principio di autonomia che deve caratterizzare la definizione delle esenzioni previste dalla Direttiva IVA trova il suo fondamento essenziale nell’undicesimo Considerando della VI Direttiva e nel Considerando (35) della Direttiva 2006/112, secondo cui è opportuno redigere un elenco comune di esenzioni per una percezione paragonabile delle risorse proprie in tutti gli Stati membri.

Tale previsione è finalizzata proprio ad evitare distorsioni nell’applicazione del tributo da uno Stato membro all’altro.

---

<sup>156</sup> Secondo una consolidata ed indiscussa giurisprudenza della Corte di Giustizia.



## Capitolo III - Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento

### 3.1 Premessa

Alla luce di tutto quanto sinora rappresentato, in questo capitolo ci soffermeremo sui singoli servizi di investimento cercando, innanzitutto, di fornire una definizione di ognuno di essi ricorrendo, nei casi in cui una definizione non sia stata fornita dal legislatore comunitario, alla prassi di mercato e all'interpretazione giurisprudenziale. Passeremo, poi, all'analisi del trattamento fiscale, ai fini IVA, di ciascun servizio di investimento, evidenziandone gli aspetti più controversi.

Come già sottolineato in premessa, si è scelto di partire dalla normativa di settore (MiFID) al fine di rendere più agevole la costruzione di un collegamento tra questa e la normativa fiscale.

In quest'ottica, i servizi di investimento possono essere suddivisi in due macro categorie: 1) quelli nei quali il ruolo dell'intermediario è più attivo e discrezionale e negoziale (quali la consulenza in materia di investimenti e la gestione di portafogli) e 2) quelli dispositivi nei quali è più accentuato il ruolo passivo ed esecutivo (quali ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordine per conto dei clienti, negoziazione per conto proprio)<sup>157</sup>.

Non tratteremo, in questa sede, del servizio di consulenza in materia di investimenti in quanto, per il peso che sta acquisendo nei modelli di *business* degli intermediari europei e per alcuni aspetti tuttora controversi circa il suo trattamento ai fini dell'imposta sul valore

---

<sup>157</sup> Il riferimento è alla c.d. *execution only*. Cfr. DE MARI M., "Diritto delle imprese e dei servizi di investimento", Cedam, 2018, pag. 70.

aggiunto, abbiamo preferito approfondirlo separatamente in un capitolo *ad hoc* (cap. V).

### 3.2 *Ricezione e trasmissione di ordini ed esecuzione di ordini*

Seguendo l'ordine fornito nel citato Allegato I della Direttiva MiFID II, i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, quello di esecuzione di ordini per conto dei clienti e quello di negoziazione per conto proprio sono comunemente definiti, come già detto, “servizi esecutivi” (insieme al “collocamento”)<sup>158</sup>.

Ciascuno di essi presenta proprie peculiarità che fanno ritenere preferibile trattarli separatamente. Tuttavia, analizzeremo congiuntamente la ricezione e trasmissione di ordini da un lato, e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti dall'altro, trattandosi di servizi che hanno molti aspetti in comune e che, per alcuni versi, possono ritenersi complementari<sup>159</sup>.

Per semplicità, partiremo dal servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti che (a differenza dell'altro servizio) trova una definizione all'interno della Direttiva MiFID II. Ai sensi dell'art. 4, par. 1, numero 5), esso consiste nella “*conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti e comprende la conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione*”.

---

<sup>158</sup> Tali servizi sono anche definiti servizi di “risparmio amministrato” in contrapposizione ai servizi di “risparmio gestito” rappresentati dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafoglio. Sul punto cfr. IMBRUGLIA D., “La regola di appropriatezza nei contratti di servizio di risparmio amministrato” in Riv. Dir. Priv., Cacucci Editore, n. 3/2017, pagg. 457 ss..

<sup>159</sup> Cfr. ANNUNZIATA F., “Il regolamento Consob 10943/97: le attività di negoziazione, di ricezione e trasmissione di ordini, di mediazione”, in Le Società, 1998, 6.



In sostanza l'intermediario, abilitato ad accedere alle diverse "sedi di negoziazione"<sup>160</sup>, assume un impegno nei confronti del cliente a cercare una o più controparti per far sì che un'operazione di compravendita di strumenti finanziari possa essere conclusa e, quindi, l'ordine (del cliente) eseguito.

A mero titolo esemplificativo, nel caso in cui il cliente intenda effettuare un investimento in un dato strumento finanziario acquistandolo sul mercato, trasmetterà un ordine di acquisto all'intermediario (abilitato) il quale sarà tenuto a ricercare una o più controparti che siano disponibili a cedere il medesimo strumento finanziario alle condizioni indicate dal cliente (e inserite nell'ordine di acquisto) e, quindi, ad acquistare per conto del cliente stesso lo strumento richiesto<sup>161</sup>.

La definizione del servizio in esame fornita dalla Direttiva MiFID II include anche, come visto, "*la conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione*".

Secondo quanto evidenziato al Considerando (45), infatti, le imprese di investimento e gli enti creditizi che distribuiscono strumenti finanziari di propria emissione dovrebbero essere soggetti alla Direttiva

---

<sup>160</sup> A titolo di esempio, un mercato regolamentato oppure un c.d. sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

<sup>161</sup> In tal senso, cfr. GAFFURI L., "I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi", Giuffrè, 2010, pagg. 21 ss.. Come evidenziato da ANNUNZIATA F., "La disciplina del mercato mobiliare" cit., pagg. 95 ss., il servizio in esame si distingue dal collocamento in cui, come vedremo nel prosieguo, "l'intermediario autorizzato formula un'offerta di vendita, o di sottoscrizione, di strumenti finanziari rivolta in massa al pubblico in generale, o, comunque, ad una cerchia ampia di soggetti, e a condizioni standardizzate, quantomeno nell'ambito del singolo gruppo di destinatari. Nel caso dell'esecuzione di ordini, invece, la ricerca della controparte avviene in relazione ad una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari. Le singole transazioni, così, si perfezionano a condizioni di prezzo e di quantità non necessariamente coincidenti". Inoltre, "a differenza del servizio di collocamento, il servizio di esecuzione di ordini si svolge tipicamente sul mercato secondario: esso, cioè, ha ad oggetto strumenti finanziari già emessi e la ricerca di controparti in vista dell'acquisto o della vendita degli stessi (là dove, invece, il collocamento ha ad oggetto la vendita o la sottoscrizione di strumenti finanziari)". Cfr. anche DE MARI M., op. cit., pagg. 88 ss.; GAFFURI L. – BELLEGGIA S., "I servizi di investimento dopo la MIFID II", Giuffrè, 2019, pag. 52.

stessa quando prestano ai loro clienti servizi di consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, al fine di eliminare l'incertezza e rafforzare la tutela degli investitori la medesima Direttiva evidenzia l'opportunità di prevederne l'applicazione quando, nel mercato primario, le imprese di investimento e gli enti creditizi distribuiscono strumenti finanziari di propria emissione senza fornire alcuna consulenza. “A *tal fine è opportuno estendere la definizione di «servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti».*”.

Detto diversamente, la MiFID II riconduce al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti anche l'attività di c.d. *self placement*.

Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini (riguardanti uno o più strumenti finanziari), invece, non trova una definizione nella Direttiva.

Si tratta, in sostanza, del servizio prestato da un intermediario che riceve gli ordini di compravendita da un cliente e, non essendo (normalmente) abilitato<sup>162</sup> a operare (direttamente) sul mercato nel quale devono essere eseguite le operazioni richieste dal cliente stesso, si limita a trasmetterli ad un altro intermediario autorizzato a farlo<sup>163</sup> il quale, quindi, provvederà alla vera e propria esecuzione dei predetti ordini<sup>164</sup>.

Al riguardo, il Considerando (44) della Direttiva MiFID II stabilisce che l'attività di ricezione e trasmissione di ordini dovrebbe comprendere anche l'attività consistente nel mettere in contatto due o

---

<sup>162</sup> Ovvero essendo autorizzato solo al servizio di ricezione e trasmissione degli ordini.

<sup>163</sup> Cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 90.

<sup>164</sup> Anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini si distingue dal collocamento. Nel primo caso, infatti, l'intermediario non svolge alcuna attività di promozione o di offerta di strumenti finanziari, limitandosi semplicemente a ricevere e trasmettere gli ordini ricevuti dalla clientela. In tal senso, cfr. DE MARI M., op. cit., pagg. 87 ss..

## Ricezione e trasmissione di ordini ed esecuzione di ordini

più investitori, rendendo così possibile la conclusione di una transazione fra di essi (si tratta, in sostanza, della mediazione).

Ci troviamo, quindi, di fronte a due servizi collegati tra loro, che rappresentano due fasi (eventuali) per giungere alla conclusione di una transazione, essendo l'una (quella di ricezione e trasmissione dell'ordine) preliminare ("a monte") rispetto all'altra (quella di vera e propria esecuzione); essi possono far capo al medesimo soggetto ovvero essere svolti da soggetti differenti.

Tralasciando, in questa sede, le questioni relative all'inquadramento giuridico dei suddetti servizi di investimento, che tra l'altro potrebbe variare all'interno dei diversi Stati membri<sup>165</sup>, in entrambi i casi il prestatore del servizio svolge una funzione di pura intermediazione, finalizzata a mettere in relazione due o più parti per la conclusione di un "affare", remunerata attraverso una commissione corrisposta dal/i cliente/i per conto del/i quale/i presta il/i servizio/i stesso/i.

È, inoltre, necessario che l'intermediario operi con imparzialità, senza curare gli interessi di una delle parti.

Sulla base di quanto sopra riportato e delle analisi e valutazioni precedentemente svolte, si può ritenere abbastanza pacificamente che, sia il servizio di esecuzione degli ordini per conto dei clienti, che quello di ricezione e trasmissione di ordini, rientrino nel campo delle esenzioni dall'IVA di cui al citato art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva, potendosi configurare quali attività di "negoziazione" relativa a titoli.

---

<sup>165</sup> In Italia, ad esempio, il servizio di ricezione e trasmissione di ordini viene generalmente inquadrato nell'ambito del contratto di mediazione, mentre quello di esecuzione di ordini per conto dei clienti viene ricondotto, in alcuni casi, al mandato, in altri alla commissione e in altri ancora alla mediazione. Sul punto cfr., tra gli altri, CARBONETTI F., *"I contratti di intermediazione mobiliare"*, Giuffrè, 1992; RUGGIERO C., *"Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari"* in *Contratti*, 10/2003, pagg. 935 ss..

Come ha avuto modo di rilevare la giurisprudenza della CGE<sup>166</sup>, infatti, la “negoziazione” rappresenta “*un’attività fornita da un intermediario che non occupa il posto di una parte in un contratto relativo ad un prodotto finanziario e la cui attività è diversa dalle prestazioni contrattuali tipiche fornite dalle parti di un siffatto contratto*”: in sostanza, è ciò che avviene tanto nell’esecuzione di ordini per conto dei clienti quanto nella ricezione e trasmissione di ordini.

Si tratta, in entrambi i casi, di un “*servizio reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest’ultima come distinta attività di mediazione*”.

La finalità di tali servizi è proprio quella “*di fare il necessario perché due parti concludano un contratto*”, senza che l’intermediario abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso.

### **3.3 Negoziazione per conto proprio**

Come già detto, la negoziazione per conto proprio rientra tra i cc.dd. servizi esecutivi. Tuttavia, si è preferito trattare separatamente tale servizio di investimento in quanto presenta delle peculiarità rispetto agli altri servizi esecutivi che ne rendono anche meno immediato il corretto inquadramento ai fini IVA.

Secondo la definizione fornita dall’art. 4, par. 1, numero 6), della Direttiva MiFID II, il servizio di negoziazione per conto proprio consiste nella “*contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna capitale proprio*”.

In altri termini, chi negozia non agisce per conto di altri soggetti, bensì impegna proprie posizioni. Naturalmente, anche nella

---

<sup>166</sup> Sentenza CSC, par. 39.

## Negoziazione per conto proprio

negoziazione per conto proprio il negoziatore opera in relazione ad ordini dei clienti (si tratta, anzi, di un aspetto essenziale perché si configuri tale servizio)<sup>167</sup>, ma si pone in “contropartita diretta”: in sostanza, nel momento in cui riceve un ordine dal cliente il negoziatore è tenuto a comunicare il prezzo a cui è disposto a comprare o a vendere gli strumenti finanziari oggetto dell’ordine stesso<sup>168</sup>.

In questo caso, la funzione svolta dal prestatore del servizio viene remunerata, non attraverso una commissione<sup>169</sup>, bensì con i risultati economici dell’operazione medesima essendo l’intermediario la controparte del cliente da cui ha ricevuto l’ordine.

È indifferente, poi, che l’intermediario già possenga (o decida di trattenere) gli strumenti finanziari oggetto dell’ordine del cliente nel

---

<sup>167</sup> Secondo quanto evidenziato al Considerando (103) del Regolamento Delegato (UE) 2017/565, “La negoziazione per conto proprio con i clienti da parte dell’impresa di investimento dovrebbe essere considerata esecuzione degli ordini dei clienti e pertanto dovrebbe essere soggetta agli obblighi di cui alla direttiva 2014/65/UE e al presente regolamento”. Come evidenziato in dottrina, “mancando gli ordini dei clienti, si hanno mere operazioni sul patrimonio proprio del negoziatore, esulando dal servizio in esame”. DE MARI M., op. cit., pag. 91. Al riguardo, ANNUNZIATA F., “La disciplina del mercato mobiliare”, cit., pag. 93, ha specificato che “la ragione di tale limitazione è ravvisabile nel fatto che la disciplina dei servizi di investimento è, tipicamente, focalizzata sul ruolo del soggetto come «intermediario», ossia come soggetto che agisce per conto, o su ordine di un cliente/investitore: nell’operatività svolta per conto proprio, non in costanza di ordini provenienti dalla clientela ai quali dare «esecuzione», non si ravvisano, dunque, gli estremi per l’applicazione della disciplina”.

<sup>168</sup> Cfr. SARTORI F., “Il servizio di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini: in particolare il principio della priorità e la best execution rule” in Riv. Dir. Bancario, 10/2002 (www.dirittobancario.it).

<sup>169</sup> Su tale aspetto vd. SARTORI F., op. cit., il quale evidenzia che “giacché l’intermediario agisce in qualità di dealer, sul prezzo pattuito non può essere applicata alcuna commissione: il dealer infatti lucra sugli spreads applicati, ovvero sulla differenza tra il prezzo a cui è disposto a vendere e il prezzo a cui è disposto a comprare”. In senso contrario vd. DE MARI M., op. cit., pag. 91, il quale sottolinea che “l’intermediario è remunerato mediante il guadagno realizzato sulla differenza (spread) tra prezzi di vendita e prezzi di acquisto degli strumenti finanziari, oltre a poter ricevere una commissione di negoziazione”. In tal senso vd. anche MAGGILOLO M. – SCHLESINGER P., “Servizi e attività d’investimento” in Trattato di Diritto Civile e Commerciale già diretto da A. Cicu e F. Messineo L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, 2012, cap. 5, pag. 226, secondo cui “l’interesse dell’intermediario all’attività di negoziazione per conto proprio non deriva soltanto dalla possibilità di realizzare la commissione di negoziazione, calcolata in percentuale sul valore degli strumenti finanziari negoziati, che si aggiunge all’addebito delle spese fisse di negoziazione. Dalla attività di dealing derivano infatti ulteriori possibili utili: se l’intermediario che acquista titoli di soggetti disinvestitori assume un rischio di posizione collegato all’andamento del valore dei titoli acquistati, per altro verso quello stesso intermediario lucra sull’eventuale spread tra prezzi di acquisto e prezzi di vendita degli strumenti finanziari nelle transazioni effettuate con l’insieme dei propri clienti. Ed anche questa è una remunerazione attesa dallo svolgimento del servizio.”.

proprio portafoglio ovvero acquisti (o vendita) tali strumenti sul mercato<sup>170</sup>.

Dal punto di vista del trattamento IVA, sulla base di quanto sopra esposto, appare evidente come nel servizio di negoziazione per conto proprio manchino tutti quegli elementi necessari per potersi configurare un'attività di "negoziazione" relativa a titoli nell'accezione di cui all'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva.

Non si tratta, infatti, utilizzando le parole della Corte nella sentenza CSC, di un "*servizio reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest'ultima come distinta attività di mediazione*". D'altronde, come già detto, la remunerazione è rappresentata dallo *spread* tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita e non da una commissione.

L'intermediario, inoltre, occupa il ruolo di una parte in un contratto relativo ad un prodotto finanziario e la sua attività non è diversa dalle prestazioni contrattuali tipiche fornite dalle parti di un siffatto contratto.

In definitiva, per quanto si parli formalmente di "negoziazione", nella sostanza l'intermediario opera per conto proprio (sia pure in relazione ad ordini di clienti).

Conseguentemente, appare alquanto forzato ricondurre il servizio di "negoziazione in conto proprio", come definito dalla Direttiva MiFID II, nell'ambito del più ampio concetto di "negoziazione" di cui alla Direttiva IVA come interpretato alla luce delle richiamate sentenze della CGE.

Tuttavia, concretizzandosi la negoziazione in conto proprio in "*operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il*

---

<sup>170</sup> Cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 82 ss..

## Negoziatore per conto proprio

*negoziatore impegna capitale proprio*”, essa dà luogo a negozi giuridici atti a “*creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*” (di cui l’intermediario è parte) e, quindi, a modificare “*la situazione giuridica e finanziaria delle parti*”.

Si può, quindi, ritenere che il servizio di investimento in esame rientri nel più ampio concetto di “*operazioni relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli*” e, quindi, sia esente dall’IVA.

Sul punto si potrebbe obiettare che i negozi giuridici cui la negoziazione dà luogo sono riferiti all’operazione vista dal lato del cedente/acquirente (l’intermediario) e, quindi, alla compravendita degli strumenti finanziari di cui si tratta<sup>171</sup> e che, in questo modo, non viene presa in considerazione l’attività svolta dall’intermediario stesso a favore del cliente (operando l’intermediario, come già detto, in relazione ad ordini ricevuti dal cliente stesso).

A tale obiezione, però, si può controbattere evidenziando che la negoziazione in conto proprio, come definita dal citato art. 4, par. 1, numero 6), della Direttiva MiFID II, rappresenta quell’operazione in cui la contrattazione effettuata dall’intermediario è finalizzata alla conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari per le quali l’intermediario stesso impegna capitale proprio<sup>172</sup>; d’altronde, come già visto, essa viene remunerata con i risultati economici (utili/perdite) della stessa e non da una commissione a carico del cliente.

---

<sup>171</sup> Come qualsiasi altra operazione, avente ad oggetto i medesimi strumenti finanziari, posta in essere da qualunque soggetto (intermediario o meno che sia) “per proprio conto”.

<sup>172</sup> Al riguardo, la definizione di “*negoziatore per conto proprio*” fornita dalla normativa italiana e, in particolare, dal comma 5-bis, dell’art. 1, del TUF (come si vedrà in seguito), quale “*l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta*”, rende più agevole comprendere che il servizio di investimento di cui si tratta è proprio quello rappresentato dalla disposizione delle proprie (dell’intermediario) posizioni.

Detto diversamente, l'operazione cui la norma in esame fa riferimento è proprio quella che vede l'intermediario impegnare proprie posizioni e che si configura come servizio di investimento nel momento in cui viene posta in essere in esecuzione di ordini dei clienti.

Una diversa soluzione porterebbe a far gravare sul cliente l'imposta sul valore aggiunto applicata sul valore degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione, producendo un risultato palesemente contrario rispetto al "sistema" delle esenzioni delle operazioni finanziarie.

In definitiva, possiamo ritenere che il servizio di negoziazione per conto proprio rientri tra le "*operazioni relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli*" cui fa riferimento l'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA.

Un problema potrebbe porsi nell'ipotesi, più teorica che pratica<sup>173</sup>, in cui l'intermediario addebiti al cliente anche una commissione di negoziazione. In questo caso, infatti, si dovrebbe ritenere che l'attività svolta dall'intermediario sia di fatto suddivisa in un'attività di compravendita (paragonabile alla medesima attività svolta da qualsiasi altro soggetto) e un'attività di intermediazione: la commissione andrebbe a remunerare solo quest'ultima attività.

Con riferimento a tale attività di intermediazione, resa ad una parte contrattuale e remunerata da questa (nell'ipotesi in esame) come distinta attività di mediazione, l'intermediario avrebbe comunque un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto.

Al riguardo, sulla base dell'approccio seguito nel presente lavoro e, cioè, di leggere la Direttiva IVA alla luce della Direttiva MiFID, si potrebbe sostenere che quest'ultima introduce una regolamentazione

---

<sup>173</sup> Ipotesi, ad esempio, ammessa da alcuni autori, tra cui DE MARI M., op. cit., pag. 91.



## Collocamento

del rapporto tra intermediario e cliente che fa sì che l'interesse del primo non prevalga su quello del secondo. L'intermediario è, infatti, tenuto ad operare nell'interesse del cliente e ad adempiere a tutti gli obblighi impostigli per la prestazione dei servizi di investimento. In altri termini, benché si verta in una classica ipotesi di conflitto di interessi, ciò non toglie che il negoziatore svolga una vera e propria attività di intermediazione.

Tuttavia, nel caso in esame l'intermediario non ha solo un interesse contrapposto a quello del cliente. Per quanto questi, infatti, svolga nei confronti del cliente (anche) un'attività di negoziazione, di fatto occupa il ruolo di una parte in un contratto relativo ad uno o più prodotti finanziari.

La sua attività (di intermediazione) non ha, quindi, i requisiti individuati dalla giurisprudenza comunitaria per essere ricondotta nell'ambito della "negoziazione" di cui alla lett. f), dell'art. 135, della Direttiva IVA. Si ritiene, pertanto, che l'eventuale commissione di negoziazione debba essere assoggettata ad IVA.

### **3.4 Collocamento**

#### *3.4.1 Profili generali*

Il servizio di "collocamento" non trova una definizione nella normativa comunitaria. La Direttiva MiFID II, infatti, nella sezione A, dell'allegato I, declina semplicemente tale servizio nelle seguenti fattispecie:

- assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile e

- collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile.

Diverse sono le definizioni fornite in dottrina. Tra queste si può far riferimento, ad esempio, a quella che vede il “collocamento” come una *“attività diretta a far acquisire dai risparmiatori nuovi titoli (offerta in sottoscrizione) o titoli già emessi (offerta di acquisto) per conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la distribuzione”*<sup>174</sup>.

Da tale definizione emerge una prima distinzione tra “sottoscrizione”, quando i titoli offerti sono di nuova emissione e vengono immessi sul mercato per la prima volta e “collocamento” in senso stretto, quando invece i titoli sono già emessi e vengono, quindi, scambiati.

In entrambi i casi, tuttavia, si parla di “collocamento”. Infatti, *“il servizio di collocamento si svolge tipicamente sul mercato primario e si sostanzia nell’attività diretta a far sottoscrivere agli investitori strumenti finanziari di nuova emissione, ma può avere luogo anche sul mercato secondario, in relazione a strumenti finanziari già emessi che l’offerente intende collocare, tramite l’intermediario, agli investitori”*<sup>175</sup>.

In termini più generali, il servizio di collocamento è finalizzato all’offerta al pubblico, da parte dell’intermediario, di strumenti

---

<sup>174</sup> COSTI R., *“Il mercato mobiliare”*, Undicesima edizione, Giappichelli, 2018, pag. 127. Su questo aspetto, con particolare riferimento al mercato italiano, vd. anche CARDI E., *“Mercati e Istituzioni in Italia”*, Terza edizione, Giappichelli, 2014. L’autore, in particolare, evidenzia che il collocamento di strumenti finanziari consiste in un’attività *“svolta per conto di un emittente”* e *“finalizzata a far acquisire a potenziali investitori strumenti finanziari”* (pag. 157). Cfr. anche MAGGIOLO M. – SCHLESINGER P., op. cit., pag. 250: secondo gli autori, *“La proposta in cui il collocamento si sostanzia ha luogo sulla base di un preventivo accordo tra intermediario e soggetto per conto del quale esso agisce. Giova ripetere che questo soggetto può a sua volta essere un emittente, e in tal caso gli strumenti finanziari vengono offerti in sottoscrizione, o un venditore, caso in cui si offre l’acquisto di strumenti finanziari già emessi. Ma comunque, a qualificare il servizio in esame, sta il fatto che il soggetto il quale provvede a collocare gli strumenti finanziari è diverso sia da chi li abbia emessi, sia dalla parte venditrice”*.

<sup>175</sup> SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 87.

## Collocamento

finanziari emessi da soggetti con cui l'intermediario stesso ha stipulato accordi di collocamento.

È, quindi, necessario considerare separatamente (1) il rapporto (contratto) tra l'emittente e l'intermediario collocatore, da un lato e (2) la successiva offerta al pubblico da parte dell'intermediario stesso, dall'altro<sup>176</sup>.

In dottrina si ritiene generalmente che tale offerta sia di fatto suddivisa in due fasi, una promozionale e l'altra di ricezione e trasmissione di ordini<sup>177</sup> alla cui base vi è il contratto stipulato dall'intermediario con il cliente investitore avente ad oggetto la prestazione del servizio di collocamento. In tale ambito, il cliente potrà conferire all'intermediario ordini di acquisto e sottoscrizione aventi ad oggetto strumenti finanziari, secondo quanto previsto dagli accordi di collocamento e dalla documentazione d'offerta predisposta dall'emittente o dall'offerente gli strumenti finanziari stessi<sup>178</sup>.

Gli accordi di collocamento, come si diceva poc'anzi, possono essere caratterizzati da:

- “*assunzione a fermo*”, in cui l'intermediario acquista (o sottoscrive) i titoli direttamente dall'emittente e si impegna a collocarli entro un certo periodo di tempo presso il pubblico

---

<sup>176</sup> Che comporta, poi, un successivo contratto con il cliente investitore. Come evidenziato da DE MARI M., op. cit., con particolare riferimento all'ordinamento italiano, “*Dopo il recepimento della MiFID I si è reso evidente che il collocamento non solo presuppone una relazione contrattuale tra emittente e collocatore – e, dunque, alterità soggettiva tra chi offre lo strumento finanziario e chi lo colloca – ma altresì un rapporto contrattuale tra intermediario-distributore e singoli investitori*”. Inoltre, “*Si tratta di due contratti di collocamento diversi (quello tra intermediario e investitore e la «convenzione» di collocamento tra produttore-emittente e intermediario-collocatore), che, per quanto tra loro collegati, restano distinti*”. Cfr. pagg. 102 ss..

<sup>177</sup> Sul punto vd. DE MARI M., op. cit., pag. 105, il quale, tuttavia, sostiene che “*la sola attività promozionale, disgiunta dalla raccolta delle adesioni degli investitori, non integri la fattispecie in esame e dunque sia da considerarsi attività non oggetto di riserva di legge. Pur potendosi affermare che nel collocamento è insita un'attività promozionale in mancanza della quale può dubitarsi della stessa configurabilità del servizio di collocamento.*”.

<sup>178</sup> Sul punto vd. SANGIOVANNI V., “*Contratto di intermediazione finanziaria*” in *Obbl. e Contr.*, 11/2011, pagg. 770 ss..

degli investitori<sup>179</sup>, assumendo in definitiva il rischio per l'eventuale mancato collocamento;

- “*impegno irrevocabile*”, in cui l'intermediario si impegna ad acquistare (o sottoscrivere) l'eventuale quota di titoli rimasti invenduti dopo la chiusura del periodo di offerta<sup>180</sup> senza, quindi, il previo acquisto (o sottoscrizione), bensì fornendo una garanzia all'emittente per i titoli eventualmente non collocati;
- mancanza di qualsiasi impegno irrevocabile (c.d. “*mero collocamento*”).

Nel primo caso il collocatore, al momento dell'offerta, è di fatto proprietario degli strumenti finanziari<sup>181</sup> e sarà, quindi, controparte nel contratto con il cliente finale; si verte, pertanto, nell'ambito dei classici rapporti di scambio. Negli altri due casi, invece, sia pur con tutte le differenze esistenti (soprattutto in termini di rischio), il collocatore offre al pubblico strumenti finanziari di terzi che i clienti finali acquisteranno direttamente dall'emittente (ad eccezione, nella seconda ipotesi, degli acquisti successivi alla chiusura del periodo di offerta).

In tutti i suddetti casi sussiste sempre un “interesse” del collocatore al buon esito dell'operazione e, quindi, un interesse dello stesso in conflitto con quello del cliente dato che l'intermediario (tranne, generalmente, nel caso di collocamento con assunzione a fermo<sup>182</sup>) “*riceve compensi di diversa natura dall'emittente o dal soggetto che presta altro servizio di investimento (commissioni di*

---

<sup>179</sup> Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collocamento.html>

<sup>180</sup> Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collocamento.html>

<sup>181</sup> Sul punto cfr. DE MARI M., op. cit., pagg. 105 ss., secondo cui “*Il collocatore che ha acquistato a fermo gli strumenti finanziari non è troppo distante dalla figura del negoziatore per conto proprio; si distingue da quest'ultimo perché il negoziatore, diversamente dal collocatore, non solo vende ma può anche comprare (solo sul secondario) strumenti finanziari e poi perché la negoziazione è un'operazione one to one e non di massa e standardizzata*”.

<sup>182</sup> In questo caso, infatti, il collocatore lucra sulla differenza di prezzo.

## Collocamento

*ingresso, commissioni di mantenimento) e da altri soggetti coinvolti nel processo distributivo (es. le retrocessioni delle commissioni di gestione degli OICR inseriti nelle gestioni individuali).<sup>183</sup>.*

Ne deriva che il risultato dell'azione dell'intermediario può essere svantaggioso per il cliente potendo *“incidere sul modo come egli ha proceduto ad informare e ad informarsi (azione in conflitto di interessi) e, di lì, sui termini a cui l'operazione è stata conclusa (risultato dell'azione inciso dal conflitto di interessi) ad esempio, sulla scelta come eseguire l'ordine, in quali tempi, con quali modalità, quali strumenti finanziari acquistare, ...”<sup>184</sup>.*

Ciò non toglie che l'intermediario debba operare nell'interesse del cliente e adempiere a tutti gli obblighi impostigli per la prestazione dei servizi di investimento.

La Direttiva MiFID, in realtà, aveva cercato di riequilibrare il rapporto tra emittenti (case prodotto) e collocatori, sostenendo che il collocatore dovesse essere remunerato dal cliente finale.

Tuttavia, nel rispetto della disciplina in materia di conflitti di interesse, è stata ammessa (prima dalla MiFID e, successivamente, dalla MiFID II) la possibilità per i collocatori di continuare a essere remunerati dagli emittenti (o, comunque, da altri soggetti), a condizione che, come già si è avuto modo di ravvisare, detto compenso sia tale da non pregiudicare il dovere del collocatore di agire in modo onesto, equo e professionale, nel migliore interesse del cliente e abbia (e sia dimostrabile che abbia) lo scopo di accrescere la qualità del servizio prestato al cliente.

---

<sup>183</sup> GAFFURI L., op. cit., pag. 155.

<sup>184</sup> Cfr. MAFFEIS D., op. cit..

Tali requisiti devono essere soddisfatti in modo “permanente”, fintantoché l’intermediario continua a ricevere il compenso (o, comunque, il beneficio non monetario).

### 3.4.2 Aspetti particolari del servizio di “collocamento”

Il servizio di collocamento può determinare, oltre al pagamento dei compensi di diversa natura da parte dell’emittente o di altri soggetti coinvolti nel processo distributivo, anche il pagamento di commissioni da parte del cliente/investitore. Diverse sono, infatti, le tipologie di prodotti che vengono offerti sul mercato e che prevedono commissioni di collocamento.

Appare, quindi, utile fare un rapido cenno alle principali categorie di prodotti distribuiti all’interno dei vari Stati membri dell’UE e alle relative commissioni di collocamento (o di distribuzione) per, poi, fare delle valutazioni sui riflessi fiscali ai fini IVA di tali commissioni addebitate ai clienti finali.

A tal fine, si farà riferimento soprattutto ad uno studio della Commissione europea del 2018, “*Distribution systems of retail investment products across the European Union*”<sup>185</sup>, avente ad oggetto le caratteristiche e il funzionamento dei mercati europei dei prodotti di investimento destinati alla clientela al dettaglio.

---

<sup>185</sup> Lo Studio, affidato dalla Commissione Europea a Deloitte Luxembourg è liberamente disponibile sul web all’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en). Come evidenziato nello Studio, “*The Study covers 15 Member States chosen based on market size, date of integration into the European Union (EU), and the variety of specific policy frameworks in place: Belgium, Czech Republic, Denmark, Estonia, France, Germany, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Poland, Portugal, Romania, Spain, Sweden and the United Kingdom (UK). The Study covers different types of investment advice: independent advice (e.g. through an Independent Financial Advisor (IFA) in a country with a ban on inducements), non independent advice (e.g. through an advisor of a bank or insurer) as well as robo-advice (i.e. through an automated web-based platform). Investment products in scope of the Study are investment funds, listed bonds and equities, life insurance products with investment components and pension products.*”.

## Collocamento

Lo Studio si focalizza sui prodotti distribuiti da banche e compagnie di assicurazione che rappresentano i principali distributori nella maggior parte degli Stati membri dell'UE. Quanto ai canali da queste utilizzati, vi sono sia le piattaforme *online* che i più classici sportelli.

Tra i principali prodotti distribuiti nell'UE, secondo quanto rilevato dallo Studio, vi sono i fondi di investimento<sup>186</sup> e le polizze assicurative (soprattutto del c.d. “ramo vita”)<sup>187</sup>.

Con riferimento ai primi, sono in genere distribuiti (1) attraverso il canale c.d. *captive*, rappresentato cioè da distributori appartenenti al medesimo gruppo<sup>188</sup>, oppure (2) da soggetti terzi.

Tali fondi, in alcuni casi<sup>189</sup>, prevedono il pagamento di commissioni di ingresso o di collocamento<sup>190</sup> a carico del cliente/investitore<sup>191</sup>.

---

<sup>186</sup> Si tratta, in particolare, dei cc.dd. OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), generalmente suddivisi tra OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) di tipo aperto e FIA (Fondi di Investimento Alternativi), sia di tipo aperto che di tipo chiuso. I primi, cui si fa riferimento in questa sede, sono disciplinati dalle Direttive UCITS, mentre i secondi dalla Direttiva AIFM 2011/61/UE.

<sup>187</sup> Tuttavia, “*Looking at the offering presented on distributors’ websites, it is worth mentioning that the most widely available investment products for retail investors across Member States are generally, in order: equity funds, bond funds, and mixed funds. On the other hand, the level of availability of products such as ETFs, pension products and life insurance policies is much more Member State-specific.*”. Cfr. il menzionato Studio della Commissione europea, pagg. 32 ss.. Al tempo stesso, “*Advice from banks and insurance companies (including bancassurance) results in relatively similar investment recommendations across Member States in terms of products. The vast majority of products offered are in-house investment funds, followed by life insurance policies.*”.

<sup>188</sup> Come evidenziato nello Studio in esame, “*Captive channels are dominant in southern Europe with almost two thirds of market share in Spain and about 50% in Italy. While the proportional market share of captive distribution is also high for Germany (50%) and for the Netherlands (where it is driven by execution-only platforms of distributors), it is substantially lower for France with only about one third of funds sold, the UK (25%) and Sweden (15%)*”.

<sup>189</sup> Lo Studio in esame, ad esempio, ha mostrato che “*For the UK, Spain and Sweden, less than half of the funds analysed actually show entry fees. In these Member States, the analysis shows that in-house funds generally do not display entry fees in contrast to 3rd party funds which usually do*”.

<sup>190</sup> Nello Studio in esame vengono definite “*Entry fees*” e sono “*one-off fees charged by a provider when subscribing into a fund. Each time an investor buys additional fund units, an entry fee is charged*”.

Preme evidenziare al riguardo che spesso, per il cliente, potrebbe non essere agevole individuare l'esistenza di un'eventuale commissione di collocamento.

Alcuni tipi di fondi quali, ad esempio, i cc.dd. fondi a finestra o fondi a scadenza, sono caratterizzati da una scadenza che definisce il termine di durata dell'investimento. In questi casi, nel documento informativo (c.d. *KIID – Key Investor Information Document*), viene generalmente indicata l'assenza di costi di sottoscrizione/collocamento e la presenza, invece, di spese di rimborso o di uscita. Si tratta, però, di vere e proprie commissioni di collocamento che la società di gestione normalmente anticipa al distributore; successivamente, sfruttando la durata prevista dall'investimento, essa preleverà tale commissione “spalmandola” su un numero di anni pari appunto alla durata stessa (si dice, infatti, che le spese di rimborso o di uscita si riducono, per il cliente finale, al trascorrere del tempo fino ad azzerarsi alla scadenza del termine previsto per l'investimento). Tuttavia, in caso di disinvestimento prima del termine prestabilito, la parte di tali spese non ancora prelevata verrà addebitata al cliente/investitore tutta in una volta (nella forma della commissione di uscita, appunto).

Quanto ai prodotti assicurativi, sono distribuiti direttamente dalle compagnie attraverso una serie di canali diversi, i più comuni dei quali sono rappresentati da *broker*, agenti e *bancassurance*<sup>192</sup>. La popolarità

---

<sup>191</sup> Lo Studio della Commissione europea, d'altronde, ha evidenziato che “*The feedback by Consumer Protection Agencies (CPA) and Alternative Dispute Resolution agencies (ADR) collected through an online questionnaire, clearly indicates that an opaque fee structure is the subject of regular complaints. Retail investors often feel misinformed by their advisors or the information on product sheets on the fees that are related to a given investment product. According to the respondents, investors complain about either the costs being too high or that costs were hidden (e.g. costs of the underlying investment fund in life insurance products).*”.

<sup>192</sup> “*Il modello distributivo della bancassurance poggia, tipicamente, su una relazione d'affari tra una banca e una compagnia d'assicurazione; comporta la ricerca di sinergie reciproche mediante l'ampliamento della platea dei clienti e il contenimento dei costi legati alla distribuzione, diretta e indiretta. Il modello, per analogia, può essere esteso anche ad altri soggetti che svolgono attività di tipo bancario quali, ad esempio, gli intermediari finanziari. La relazione tra una banca e una compagnia si radica talora su un rapporto proprietario, non necessariamente di controllo*”. Fonte



## Collocamento

di ciascun canale varia a seconda del mercato e del prodotto assicurativo<sup>193</sup>.

Anche tali prodotti prevedono, generalmente, il pagamento di una commissione di ingresso o di collocamento<sup>194</sup> a carico del sottoscrittore.

Non sono, invece, solitamente previste commissioni di ingresso o di collocamento con riferimento a prodotti quali ETF, obbligazioni, azioni quotate.

### 3.4.3 Il trattamento ai fini IVA del servizio di “collocamento”

Tralasciando l'operazione tra emittente e collocatore in quanto, non rientrando tra i servizi di investimento, il suo trattamento fiscale esula dallo scopo del presente lavoro, ci focalizzeremo nel seguito sull'inquadramento ai fini IVA del servizio di “collocamento” prestato ai clienti/investitori ripercorrendo le diverse declinazioni di tale servizio su cui abbiamo già avuto modo di soffermarci.

Con riferimento al collocamento con “*assunzione a fermo*” si può subito dire che valgono tutte le medesime considerazioni già sviluppate con riferimento al servizio di negoziazione per conto proprio, vertendo esso nell'ambito dei classici rapporti di scambio (si ricorda che il collocatore, al momento dell'offerta, è proprietario degli strumenti finanziari).

---

IVASS (BALDINELLI C., “*Bancassurance: il punto di vista del supervisore*”, Forum Bancassicurazione, Roma, 2015).

<sup>193</sup> Sulla base di quanto emerso dallo Studio in esame, “*This diversity of channels, which makes it possible for insurers to adjust to differing cultures, needs and preferences in different markets, reflects the historical development of insurance markets across the various Member States.*

*Among the largest life insurance markets, most products were sold via bancassurance in Italy (79% of gross written premiums), France (64%) and Spain (63%), while in the UK and Germany<sup>22</sup> most life products were sold by agents and brokers (83% and 73% respectively). The market in which agents and brokers were most dominant was Bulgaria (85%). Agents alone were the main distribution channel in Slovenia (82%) and Slovakia (63%).”*

<sup>194</sup> Nello Studio in esame vengono definite, anche in questo caso, “*Entry fees*” e sono “*paid by the investor upon each contribution into a life insurance policy*”.

Molte sono, infatti, le similitudini tra la declinazione in esame del servizio di collocamento e il servizio di negoziazione per conto proprio. Nel collocamento con “*assunzione a fermo*” l’intermediario sottoscrive o acquista preventivamente gli strumenti finanziari e, in un secondo momento, cerca di collocarli (*rectius*, di venderli) agli investitori per proprio conto; come nella negoziazione per conto proprio, quindi, l’intermediario si pone come controparte del cliente, perseguendo un interesse diverso e autonomo rispetto a quello del cliente stesso.

Giova, tuttavia, precisare che il servizio di collocamento si differenzia dal servizio di negoziazione per diversi aspetti: il primo, infatti, può avere ad oggetto non solo l’offerta di acquisto di titoli già emessi, ma anche l’offerta in sottoscrizione di titoli di nuova emissione; esso si svolge tipicamente sul mercato primario, mentre la negoziazione si svolge sul mercato secondario; inoltre, le operazioni di collocamento si traducono esclusivamente in un’offerta all’investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari e mai in un’offerta di vendita; infine, diversamente da quanto accade nella negoziazione, nell’ambito del collocamento le offerte vengono rivolte ad un pubblico indistinto e a condizioni uniformi e standardizzate.

Tali differenze non hanno alcun impatto sul trattamento fiscale del servizio di collocamento in esame per cui, come detto, valgono le medesime conclusioni raggiunte con riferimento al servizio di negoziazione per conto proprio.

In estrema sintesi, considerato che la declinazione in esame del servizio di collocamento dà luogo a negozi giuridici atti a “*creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*” e, quindi, a modificare “*la situazione giuridica e finanziaria delle parti*”, si può ritenere che essa rientri nel più ampio concetto di

## Collocamento

“operazioni relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli” e che, pertanto, rientri nel campo delle esenzioni dall’IVA ai sensi dell’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA<sup>195</sup>.

Più complesso è, invece, l’inquadramento della fattispecie quando ci si trova di fronte alle altre due declinazioni del servizio e, cioè, il collocamento con “*impegno irrevocabile*” e il “*mero collocamento*”<sup>196</sup>.

Stando al ragionamento fatto dall’Avvocato Generale, prima e dalla Corte, poi, nella già più volte menzionata causa *CSC*, con riferimento alle “operazioni relative a titoli”, i servizi consistenti nel

---

<sup>195</sup> Così come già detto con riferimento alla negoziazione per conto proprio, poi, nell’ipotesi (di fatto, abbastanza remota) in cui l’intermediario addebiti al cliente anche una commissione per l’attività di intermediazione svolta, mancherebbero i requisiti individuati dalla giurisprudenza comunitaria per ricondurre tale attività nell’ambito della “negoziazione” di cui all’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA. L’intermediario, infatti, avrebbe un proprio interesse, riguardo al contenuto del contratto, contrapposto a quello del cliente e, soprattutto, occuperebbe il ruolo di una parte in un contratto relativo ad uno o più prodotti finanziari. Si ritiene, pertanto, che l’eventuale commissione di intermediazione debba essere assoggettata ad IVA.

<sup>196</sup> Preme evidenziare che, in caso di emissione di azioni, le relative operazioni di collocamento sono escluse dal campo di applicazione dell’IVA, in quanto accessorie ad un’operazione (l’emissione delle azioni, appunto) irrilevante agli effetti impositivi. Al riguardo, infatti, la Corte di Giustizia UE, con la sentenza del 26 maggio 2005, causa C-465/03, ha affermato che l’emissione di azioni nell’ambito di un aumento di capitale non rientra nel campo di applicazione dell’IVA, in quanto non costituisce una prestazione di servizi a titolo oneroso. La Corte, in particolare, ha evidenziato che “*come ha giustamente osservato l’avvocato generale ai punti 59 e 60 delle sue conclusioni, una società che emette nuove azioni intende aumentare il proprio patrimonio procurandosi un capitale supplementare, riconoscendo nel contempo ai nuovi azionisti un diritto di proprietà su una quota del capitale così aumentato. Dal punto di vista della società emittente, l’obiettivo è quello di acquisire capitali e non di fornire servizi. Per quanto riguarda l’azionista, il versamento delle somme necessarie all’aumento del capitale rappresenta non il pagamento di un corrispettivo, ma un investimento o un collocamento di capitale*” (par. 26 della sentenza). “*Ne consegue che un’emissione di azioni non costituisce né una cessione di beni né una prestazione di servizi effettuate a titolo oneroso ai sensi dell’art. 2, punto 1, della sesta direttiva. Siffatta operazione pertanto, indipendentemente dal fatto che sia effettuata o meno in occasione della quotazione in Borsa della società interessata, non rientra nell’ambito di applicazione della detta direttiva*” (par. 27). Per giungere a tale conclusione, la Corte è partita dall’assunto che “*rientrano nell’ambito di applicazione della sesta direttiva, ma sono esenti da IVA, ai sensi dell’art. 13, parte B, lett. d), punto 5, della stessa direttiva le operazioni consistenti nel trarre redditi aventi carattere stabile da attività che esulano dall’ambito del mero acquisto e della vendita di titoli, come le operazioni compiute nell’esercizio di un’attività commerciale di compravendita di titoli*” (sottolineato aggiunto – par. 20 della sentenza). Su tale aspetto cfr. CENTORE P., “IVA” cit., pagg. 227 ss..

ricevere ed evadere le richieste di adesione aventi ad oggetto titoli non possono essere considerati esenti dall'IVA<sup>197</sup>.

L'Avvocato Generale specifica al riguardo che:

- l'operazione imponibile ed esentata in forza dell'art. 13, parte B, lett. d), punto 5, della VI direttiva è il negozio giuridico stipulato tra il soggetto emittente i titoli<sup>198</sup> e il sottoscrittore dei titoli stessi (a prescindere dal fatto che si tratti di emissione, modifica o cancellazione) e che

- se tra le competenze contrattuali della società fornitrice del servizio di mediazione (la CSC appunto) rientrano quelle necessarie ad effettuare alcuni di tali negozi giuridici (in nome dell'offerente), non vi sono dubbi che esse siano esenti da IVA (quali operazioni relative a titoli, appunto)<sup>199</sup>.

In sostanza sembra che, secondo il parere dell'Avvocato Generale, confermato dalla Corte, al di là del negozio tra emittente e sottoscrittore, affinché la prestazione del collocatore possa essere esente da IVA è necessario che questi agisca in nome (oltre che per conto) dell'emittente e, quindi, che concluda esso stessa il “negozio giuridico” o, meglio, che si tratti “*di prestazioni che costituiscono di per sé operazioni esenti*”<sup>200</sup>.

Situazione, questa, che generalmente non si verifica nelle due tipologie di collocamento in esame in cui l'intermediario collocatore svolge una funzione di promozione prima e di ricezione e trasmissione

---

<sup>197</sup> Si ricorda che la CSC evade, per conto della *Sun Alliance* e con riferimento a un dato prodotto finanziario, “*i moduli di richiesta trasmessi dagli investitori potenziali, verificando che il modulo sia stato debitamente completato, che l'interessato soddisfi le condizioni di ammissione e che il pagamento richiesto sia incluso*” (par. 8 della sentenza), senza soddisfare le formalità relative all'emissione (o al trasferimento) dei titoli (par. 9). Al riguardo, l'Avvocato Generale specifica che la CSC riceve ed evade “*le richieste di adesione aventi ad oggetto i relativi titoli*” (par. 31 delle Conclusioni).

<sup>198</sup> Nel caso CSC si tratta della *Sun Alliance Group*.

<sup>199</sup> Paragrafo 35 delle Conclusioni.

<sup>200</sup> Cfr. il paragrafo 37 delle Conclusioni nella causa CSC.

## Collocamento

di ordini a favore dell'emittente poi: il collocatore, in altri termini, non conclude, in nome dell'emittente, le operazioni (di sottoscrizione) richieste dai clienti investitori, ma trasmette gli ordini all'emittente stesso<sup>201</sup>.

Escludendo che tali prestazioni possano rientrare tra le "operazioni relative a titoli" di cui all'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA, resta da valutare se possano essere ricondotte alla nozione di "negoziazione" di cui alla medesima lett. f).

Ad una prima analisi si potrebbe ritenere che, in questo caso, manchi la terzietà del collocatore. Si ricorda, infatti, che questi agisce per conto dell'emittente al fine di far acquisire a potenziali investitori strumenti finanziari e viene remunerato, per questo, dall'emittente stesso (oltre che, eventualmente, dal cliente finale)<sup>202</sup>.

La Direttiva MiFID introduce, tuttavia, una regolamentazione del rapporto tra intermediario e cliente che fa sì che l'interesse del primo non prevalga su quello del secondo. L'intermediario è, infatti,

---

<sup>201</sup> Dubbi potrebbero porsi, al riguardo, nei casi (abbastanza frequenti) in cui gli addetti dell'intermediario che raccolgono le disposizioni della clientela provvedono anche all'inserimento delle sottoscrizioni o degli acquisti nella procedura informatica dell'emittente che si interfaccia con la procedura informatica dell'intermediario stesso. In questo caso, infatti, anche se l'intermediario collocatore non agisce in nome dell'emittente, di fatto conclude un'operazione "*di per sé esente*" in cui, però, lo stesso non è parte.

<sup>202</sup> Tuttavia, preme evidenziare che, secondo il ragionamento fatto dall'Avvocato Generale nelle relative Conclusioni (che, però, si ribadisce, non sembra essere stato ripreso dalla Corte), trattando della "negoziazione" (ai fini della corretta applicazione della Direttiva IVA), la capacità di fare uso del proprio patrimonio la possiede, oltre al titolare, anche "chi lo rappresenta". In particolare, come già detto, "*L'idea del «negoziare» richiama quella del «transigere», «cedere» e «trattare», insomma del disporre dei propri diritti ed interessi per giungere ad un accordo. La capacità di fare uso del proprio patrimonio la possiede solo il titolare o chi lo rappresenta, in forza della legge (patria potestà, tutela) o di una norma convenzionale (mandato, rappresentanza)*" (cfr. par. 39 - sottolineato aggiunto). Inoltre, "*L'inclusione della negoziazione tra le operazioni esenti trova la propria ragion d'essere nella sua stessa natura. Quando si negozia, in nome proprio o altrui, si prefigura il contenuto dell'operazione esente. L'attività consistente nella negoziazione non ha un'identità distinta da quella del negozio giuridico cui è preliminare e, pertanto, è priva di vita propria ed è soggetta alla stessa disciplina tributaria [...]: se il negozio giuridico è esente lo è anche la negoziazione. A questo punto è indifferente che le trattative vengano svolte direttamente o attraverso un rappresentante. Quando si agisce in quest'ultimo modo, l'attività del rappresentante appare come quella del rappresentato e, pertanto, la negoziazione svolta dal primo dev'essere soggetta alla stessa disciplina tributaria che sarebbe applicabile qualora fosse svolta dal mandante. Diversamente, si violerebbe il principio della neutralità dell'imposta*" (Cfr. paragrafo 39 e relativa nota n. 39 delle Conclusioni. Sottolineato aggiunto).

tenuto ad operare nell'interesse del cliente e ad adempiere a tutti gli obblighi impostigli per la prestazione dei servizi di investimento. In altri termini, benché si verta in una classica ipotesi di conflitto di interessi, ciò non toglie che il collocatore svolga una vera e propria attività di intermediazione caratterizzata dall'attività promozionale, da un lato e dalla ricezione e trasmissione di ordini, dall'altro.

Questi, in sostanza, rende un servizio ad una parte contrattuale remunerato quale distinta attività di mediazione, la cui finalità è quella di fare il necessario perché due parti concludano un contratto.

Né si può sostenere che il collocatore funga da mero subfornitore cui l'emittente affida le operazioni materiali collegate al contratto o che occupi lo stesso posto del venditore, proprio per il ruolo che è chiamato a ricoprire nell'ambito della disciplina sui servizi di investimento.

Sulla base, quindi, dell'approccio seguito nel presente lavoro e, cioè, di leggere la Direttiva IVA alla luce della Direttiva MiFID, si ritiene che il servizio in esame, nelle fattispecie di collocamento con “*impegno irrevocabile*” e di “*mero collocamento*” di strumenti finanziari emessi da terzi soggetti, possa essere ricondotto ai servizi esentati dall'IVA ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva 2006/112 quale attività di “*negoziazione*”<sup>203</sup>.

In altri termini, si ritiene che tale interpretazione, facendo prevalere la tutela del cliente sull'interesse indiscusso del collocatore riguardo al contenuto (*rectius*, alla conclusione) del contratto, faccia emergere la funzione di intermediazione svolta dallo stesso e,

---

<sup>203</sup> Sul punto, con particolare riferimento alla normativa italiana, vd. anche DUS S., “*«Provvigioni» e «consulenze» nell'IVA*”, in *Dialoghi Tributarî*, n. 1/2008, pagg. 139 ss.. Per quanto l'analisi svolta dall'autore faccia riferimento al periodo in cui era stata presentata, da parte della Commissione europea, la proposta di modifica della Direttiva IVA, questi evidenzia come “*finora si è ritenuto che tale trattamento [quello di cui al n. 9) dell'art. 10 del DPR n. 633/1972, n.d.r.] concerna non solo le provvigioni strettamente commisurate al collocamento di prodotti finanziari ma, in genere, tutte le commissioni comunque attribuite all'intermediario in funzione dei collocamenti effettuati; vi rientrano quindi anche le commissioni di mantenimento*”.

soprattutto, la sua “terzietà”, nonostante il palese (e lecito) conflitto di interesse.

È evidente come tale conclusione richieda un forte coordinamento tra la disciplina fiscale e quella MiFID e, quindi, un parziale allontanamento da quella declinazione del principio di autonomia delle definizioni, esteso anche ad altre disposizioni dell’ordinamento comunitario, che la CGE sembra aver fatto proprio.

Lo stesso discorso vale anche per altri servizi di investimento caratterizzati da particolare complessità, quale quello di gestione di portafogli su cui ci si focalizzerà nei successivi paragrafi.

### **3.5 Gestione individuale di portafogli**

#### *3.5.1 Profili generali*

La gestione individuale di portafogli è definita dalla Direttiva MiFID II come la “*gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell’ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari*”<sup>204</sup>.

I tratti salienti del servizio di investimento in esame possono essere individuati, oltre che nella prassi di mercato, anche in dottrina<sup>205</sup>.

In realtà, anche nella giurisprudenza della Corte di giustizia europea potrebbero rinvenirsi alcuni elementi necessari a meglio caratterizzare tale servizio.

---

<sup>204</sup> La MiFID II ha ripreso la medesima definizione fornita, prima, dalla Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (abrogata dalla Direttiva 2004/39/CE) e, poi, dalla Direttiva 2004/39.

<sup>205</sup> Su tali aspetti vd. COSSU M., “*La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*”, Giuffrè, Milano, 2002, pagg. 3 ss.; RESTUCCIA R., “*Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*”, Giuffrè, 2009, pagg. 183 ss..

Il principale riferimento, in tal caso, è alla causa C-44/11 “*Deutsche Bank AG*”<sup>206</sup> in cui la Corte si è trovata ad analizzare direttamente il servizio di gestione individuale di portafogli. Preme, tuttavia, evidenziare che in tale circostanza né la Corte né l’Avvocato Generale nelle sue conclusioni hanno mai fatto riferimento alla Direttiva 2004/39 (MiFID) e alla definizione di “gestione individuale di portafogli” in essa espressamente contenuta<sup>207</sup>. Anzi, l’Avvocato Generale ha evidenziato che non vi è “*motivo di ricorrere ad altre norme dell’Unione, come ad esempio la direttiva 2004/39, cui ha fatto riferimento il giudice del rinvio*”<sup>208</sup>.

Ciò conferma ancora una volta la posizione della Corte di Giustizia e la sua volontà di opporsi a un’interpretazione della normativa fiscale alla luce di altre norme dell’Unione<sup>209</sup> e, quindi, un approccio caratterizzato da un’interpretazione sostanzialmente teleologica delle disposizioni europee.

Le due normative (quella MiFID da un lato e quella fiscale dall’altro), pertanto, non solo non sono coordinate tra loro, ma non si incontrano neanche nell’attività ermeneutica della Corte.

Tralasciando per il momento ulteriori considerazioni al riguardo e volendo tuttavia individuare i tratti salienti del servizio in esame,

---

<sup>206</sup> Sentenza 19 luglio 2012.

<sup>207</sup> In alcuni casi, in realtà, la Corte ha fatto riferimento (o, quantomeno, ha mostrato l’intenzione di volerlo fare) alla nozione contenuta in altra Direttiva. Ci si riferisce, ad esempio, alla causa C-349/96 *CPP* in cui la Corte ha evidenziato che per quanto concerne “*l’interpretazione della nozione «operazioni di assicurazione» occorre rilevare che la direttiva 73/239 non definisce neanche la nozione di assicurazione*” (par. 17) e che “*la prestazione che l’assicuratore si è impegnato a fornire in caso di sinistro [...] può essere costituita anche da attività [...] come quelle enunciate nell’allegato della direttiva 73/239 nella sua versione di cui alla direttiva 84/641. Nessuna ragione autorizza infatti un’interpretazione diversa del termine «assicurazione» a seconda che esso figuri nel testo della direttiva relativa all’assicurazione o in quello della sesta direttiva.*” (par. 18 – enfasi aggiunta). Al di là, tuttavia, del richiamo ad una specifica nozione contenuta in un’altra Direttiva, ciò che manca nell’approccio della Corte è il riferimento ad altre norme dell’Unione per definire ciò che il legislatore europeo stesso ha voluto intendere con un dato termine. È il caso, ad esempio, del termine “operazioni” contenuto nell’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA.

<sup>208</sup> Cfr. il par. 74 delle Conclusioni nella causa *Deutsche Bank*.

<sup>209</sup> Vedi *supra* cap. II.2.4.4.



preme evidenziare che l'Avvocato Eleanor Sharpston, nelle sue conclusioni alla causa *Deutsche Bank*, ha sottolineato che il servizio di gestione di portafogli prevede che “*il cliente autorizzi la banca ad acquistare e vendere titoli, con piena discrezionalità, in suo nome e per suo conto e nel quadro della strategia indicata a fronte di una remunerazione calcolata in percentuale sul valore dei titoli*” (ovvero del patrimonio gestito)<sup>210</sup>.

Il servizio in esame, infatti, è caratterizzato da un mandato mediante il quale il cliente conferisce al gestore la facoltà di effettuare investimenti, secondo una strategia scelta dal cliente stesso, nell'ambito di un patrimonio che questi gli ha affidato. Il gestore, a tal fine, opera in nome e per conto dell'investitore, il quale resta proprietario dei singoli titoli per tutta la durata del mandato e dopo la sua conclusione<sup>211212</sup>.

La gestione di portafogli è svolta su base individualizzata e, cioè, su un rapporto personale tra l'investitore e il suo intermediario<sup>213</sup>.

Tale caratteristica contraddistingue la gestione individuale di portafogli dalla gestione “collettiva” tipica, invece, dei cc.dd. OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio)<sup>214</sup>.

---

<sup>210</sup> Cfr. il paragrafo 2 delle Conclusioni. La suddetta remunerazione, in genere, per una parte copre la gestione del patrimonio e per un'altra parte la compravendita di titoli. In sostanza, come evidenziato dall'Avvocato Generale nella causa *CSC*, con la gestione di un portafoglio di titoli si attribuisce al gestore la facoltà di investire o disinvestire il patrimonio di cui gli è stata affidata l'amministrazione. Cfr. la Nota 28 delle conclusioni nella causa *CSC* in cui l'Avvocato Generale tratta della “custodia” e della “gestione” di titoli.

<sup>211</sup> “*Nella generalità dei casi, il cliente non risulta titolare di alcun diritto consistente nella distribuzione od attribuzione di un reddito di capitale di qualsivoglia natura ma in una mera aspettativa di incremento del patrimonio affidato in gestione direttamente connessa ad una obbligazione di mezzi incombente sul soggetto gestore. I contratti di gestione patrimoniale standards, infatti, non prevedono un rendimento minimo e neppure la restituzione del capitale iniziale*”. MONTANARI F., “*Gestioni patrimoniali individuali e «direttiva risparmio» 2003/48/CE: profili nazionali, comunitari e comparati*” in *Dir. e Pratica Trib. Intern.*, Vol. 1, Cedam, 2008, pagg. 339 ss..

<sup>212</sup> A fini di completezza, preme evidenziare che, in relazione alle caratteristiche del portafoglio gestito, è possibile distinguere due tipologie di servizi di gestione patrimoniale:

- Gestione Patrimoniale Mobiliare (GPM), il cui patrimonio viene investito principalmente in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, ecc.) e
- Gestione Patrimoniale in Fondi (GPF), dove il patrimonio è investito prevalentemente in quote di OICR.

<sup>213</sup> In tal senso cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit.; CARDI E., op. cit., pag. 89.

In quest'ultimo caso, infatti, il patrimonio dei clienti è gestito collettivamente<sup>215</sup>, nell'interesse di tutti gli investitori (che investono nell'OICR stesso detenendone, quindi, una o più quote), mentre nelle gestioni di portafogli ogni patrimonio è gestito individualmente, nell'interesse del singolo cliente (che è e rimane proprietario del patrimonio stesso)<sup>216</sup>.

Altro elemento che distingue le due tipologie di gestione è rappresentato dalla facoltà concessa all'investitore nel primo caso (gestione individuale), a differenza di quanto avviene nel secondo (gestione collettiva), di intervenire (impartendo istruzioni vincolanti) nelle scelte di gestione<sup>217</sup>.

---

<sup>214</sup> Sia "contrattuali", quali i fondi comuni di investimento, che "istituzionali", quali le società di investimento a capitale variabile (SICAV) o fisso (SICAF). Al riguardo, cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 89; RESTUCCIA R., op. cit., pagg. 7 ss..

<sup>215</sup> Come emerge, ad esempio, dall'art. 1 della Direttiva del Consiglio 85/611/CEE del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Tali "fondi comuni" gestiscono i loro investimenti in proprio nome e per proprio conto e gli investitori, che ne detengono una partecipazione, non sono proprietari degli investimenti.

<sup>216</sup> "Il patrimonio del cliente, in sostanza, non confluisce in una massa indistinta, ma rimane una entità a sé rispetto agli altri patrimoni in gestione. A conferma di quanto appena detto sta la circostanza che l'affidamento in gestione non determina il trasferimento della titolarità del patrimonio del cliente. Cosicché i beni conferiti, non distaccandosi dalla sfera soggettiva di provenienza, non potranno dare luogo ad un «patrimonio riservato» ascrivibile al gestore". RESTUCCIA R., op. cit., pag. 22.

<sup>217</sup> Su tale aspetto vd. GAETA M. M., "La gestione dei portafogli di investimento. La discrezionalità del gestore e l'autorizzazione del cliente" in Giur. it., 2001; QUIRICI M. C., "Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa", FrancoAngeli, 2010, pagg. 196-197: "Le gestioni patrimoniali si differenziano poi da quelle in monte per il fatto che [...] il cliente nelle gestioni personalizzate, a differenza di quanto accade a quelle in monte, ha il potere di impartire all'intermediario istruzioni per la gestione, il che non esclude, peraltro, la discrezionalità che caratterizza la condizione dell'intermediario anche nelle gestioni personalizzate". Secondo quanto evidenziato da RESTUCCIA R., op. cit., pagg. 23-24, "Il carattere di autonomia o di separazione del patrimonio gestito si riflette, tra l'altro, anche sul ruolo e sul coinvolgimento del risparmiatore nelle scelte operative compiute dal gestore: è proprio questo il punto cruciale della questione, all'interno della quale è possibile scorgere due profili distinti – collegati ed interferenti tra loro, seppur non coincidenti – la cui individuazione, appunto, ci permette di enucleare il dato maggiormente diversificante le due forme di gestione. Se da un canto è indubbio che le peculiari connotazioni dell'attività gestoria in sé rivelano una evidente discrezionalità tecnica del gestore, circa le scelte operative funzionali all'investimento patrimoniale, d'altro canto la diversa conformazione del vincolo che si instaura tra le parti del rapporto contrattuale emerge, con chiara evidenza, dal diverso grado di coinvolgimento del gestito nelle scelte attuative del programma di investimento".

Solo la gestione “individuale” di portafogli, tuttavia, rientra nell’ambito dei servizi di investimento, come d’altronde emerge dall’elenco (tassativo) allegato alla Direttiva MiFID II (v. *supra*).

### 3.5.2 Il trattamento IVA del servizio di gestione di portafogli

La questione, ai fini del presente lavoro, è come il servizio di gestione individuale di portafogli vada inquadrato nell’ambito della Direttiva IVA e, più in particolare, se rientri nel campo delle esenzioni di cui all’art. 135, par. 1, lett. f)<sup>218</sup> o, invece, nella disciplina ordinaria e sia, pertanto, assoggettato al tributo.

La suddetta lettera f), in sostanza, include tre gruppi di operazioni:

- le operazioni, compresa la negoziazione relative ad azioni, ecc.;
- le operazioni di custodia e gestione;
- le operazioni relative a titoli rappresentativi di merci, ecc..

Ebbene, nel caso specifico si può escludere la rilevanza del secondo e del terzo gruppo, in quanto l’attività di gestione di portafogli non può essere ricondotta alle operazioni ivi considerate.

Come osservato dall’Avvocato Generale nella causa *Deutsche Bank*, i titoli in esame non sono titoli rappresentativi di merci e dei diritti, né le prestazioni sono circoscritte alla mera custodia di titoli, anch’essa esclusa dall’esenzione<sup>219</sup>.

Con particolare riferimento al secondo gruppo, poi, anche nella causa *CSC* l’Avvocato Generale, trattando della custodia e della gestione quali “*negozi giuridici relativi ai titoli inidonei ad incidere sul*

---

<sup>218</sup> Ovvero lett. g), relativa alla gestione di fondi comuni di investimento (cfr. la prima questione pregiudiziale nella causa *Deutsche Bank*).

<sup>219</sup> Cfr. il par. 16 delle Conclusioni nella citata causa *Deutsche Bank*.

*contenuto del rapporto giuridico che questi ultimi rappresentano*”, ha evidenziato che la *gestione di un portafoglio di titoli* è “*cosa diversa*”<sup>220</sup>.

Si pone il dubbio, a questo punto, se le prestazioni in esame possano rientrare nel primo gruppo e, quindi, tra le operazioni, compresa la negoziazione, relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli.

Al fine di risolvere tale dubbio è necessario, innanzitutto, tener presente che il gestore ha la possibilità sia di effettuare scelte di investimento che di realizzare tutte le operazioni necessarie ad attuare tali scelte (e, quindi, anche le operazioni di compravendita di strumenti finanziari).

Più in particolare, come evidenziato dall’Avvocato Sharpston nelle Conclusioni alla citata causa *Deutsche Bank*<sup>221</sup>, i servizi di gestione di portafogli possono essere ricondotti a tre categorie: 1) la decisione circa quali titoli acquistare e/o vendere, “*sulla base di una conoscenza approfondita e dell’osservazione dei mercati*”; 2) l’attuazione di tale decisione attraverso operazioni di acquisto e/o vendita dei suddetti titoli; 3) una serie di servizi di carattere amministrativo connessi alla detenzione dei titoli<sup>222</sup>.

In detta causa la Corte, al fine di decidere se la gestione di portafogli (costituita da una serie di elementi e di atti) sia esente ai sensi

---

<sup>220</sup> Cfr. il paragrafo 29 delle Conclusioni nella causa CSC e la relativa nota n. 28. Dello stesso avviso è anche l’Avvocato Sharpston nelle Conclusioni alla citata Causa C-44/11 in cui evidenzia che le prestazioni in esame “*non sono circoscritte neppure alla mera custodia di titoli, anch’essa esclusa dall’esenzione*” (cfr. paragrafo 16).

<sup>221</sup> Preme evidenziare al riguardo che *Deutsche Bank*, secondo quanto emerge dagli atti della causa C-44/11, nella sua dichiarazione relativa al 2008 classificava le sue prestazioni relative alla gestione di portafoglio come esenti da IVA ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 8, dell’UStG, quando rese a favore di investitori in Germania o all’interno dell’UE, e come non imponibili ai sensi dell’articolo 3, paragrafo 4, punto 6, lettera a), quando rese a favore di investitori situati altrove. L’amministrazione finanziaria non concordava e ha proposto ricorso al *Bundesfinanzhof* (cfr. par. 11 delle Conclusioni nella citata causa).

<sup>222</sup> Cfr. il paragrafo 18 delle Conclusioni nella causa *Deutsche Bank*.

dell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA<sup>223</sup>, ha ritenuto innanzitutto necessario comprendere se l'operazione di cui si tratta sia composta da due o più prestazioni distinte ovvero da un'unica prestazione<sup>224</sup>.

In particolare, vi è prestazione unica sia (1) nel caso in cui un elemento deve essere considerato come prestazione principale e un altro elemento come prestazione accessoria cui si applica la stessa disciplina tributaria della prestazione principale, che (2) nel caso in cui due o più elementi o atti forniti dal soggetto passivo al consumatore, considerato come “consumatore medio”, sono a tal punto strettamente connessi da formare, oggettivamente, una sola prestazione economica indissociabile la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale<sup>225</sup>.

Nella causa *Deutsche Bank*, la Corte ha ritenuto che “*decidere la miglior strategia da adottare quanto all'acquisto, alla vendita e al possesso di titoli sarebbe privo di senso per gli investitori nell'ambito della prestazione di gestione di portafoglio, se tale strategia non fosse messa in atto. Parimenti, sarebbe altrettanto privo di senso effettuare o, a seconda dei casi, non effettuare vendite o acquisti senza averne le competenze e senza una previa analisi del mercato*”<sup>226</sup>.

Ebbene, ritenendo che la prestazione di gestione di portafogli “*costituisce una combinazione, essenzialmente, di una prestazione di*

---

<sup>223</sup> In realtà, nella causa *Deutsche Bank*, la prima questione pregiudiziale che è stata posta dal giudice nazionale è se la gestione di portafoglio:

- sia esente solo quale gestione dei fondi comuni di investimento ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. g), oppure anche
- quale gestione individuale di portafoglio, ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA.

<sup>224</sup> In linea con la precedente giurisprudenza della Corte. Cfr., in particolare, sentenza del 27 ottobre 2005, *Levob Verzekeringen e OV Bank*, C-41/04, punto 19; sentenza del 10 marzo 2011, *Bog e a.*, C-497/09, C-499/09, C-501/09 e C-502/09, punto 52.

<sup>225</sup> Cfr. al riguardo la sentenza *Levob Verzekeringen e OV Bank*, cit., punto 22.

<sup>226</sup> Paragrafo 26 della sentenza nella causa C-44/11. A tal fine, l'Avvocato Generale, prima e la Corte, poi, richiamano il concetto di “investitore medio”, quale “*criterio obiettivo rispetto al punto di vista soggettivo di un particolare cliente con riguardo a una particolare operazione*” (par. 27 delle Conclusioni).

*analisi e di custodia del patrimonio del cliente investitore, da un lato, e di una prestazione di acquisto e di vendita di titoli propriamente detta, dall'altro*<sup>227</sup>, la Corte ha sostenuto che tali prestazioni sono “*così strettamente connesse da formare oggettivamente una sola prestazione economica indissociabile*”<sup>228</sup>.

In altri termini, la Corte, sia pur riconoscendo la possibilità che gli elementi di cui si compone la prestazione di gestione di portafogli possano essere forniti separatamente, ha ritenuto che tali due elementi “*non solo sono inscindibili, ma occorre altresì porli sullo stesso piano. Infatti, essi sono entrambi indispensabili per la realizzazione della prestazione complessiva, ragion per cui non è possibile ritenere che l'uno debba essere considerato la prestazione principale e l'altro la prestazione accessoria*”, bensì “*una sola prestazione economica la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale*”<sup>229</sup>.

---

<sup>227</sup> Cfr. il paragrafo 23 della sentenza *Deutsche Bank*.

<sup>228</sup> Secondo quanto evidenziato dalla Corte nella sentenza nella citata causa C-44/11, “*È pur vero che questi due elementi della prestazione di gestione di portafoglio possono essere forniti separatamente. Infatti, un cliente investitore può desiderare solamente un servizio di consulenza e preferire di decidere e di eseguire autonomamente le operazioni di investimento. Viceversa, un cliente investitore che preferisca prendere personalmente le decisioni di investimento di titoli e, più in generale, strutturare e custodire il proprio patrimonio, senza effettuare gli atti di compravendita, può rivolgersi ad un intermediario per quest'ultimo tipo di operazioni*” (paragrafo 24). “*Tuttavia, il cliente investitore medio, nell'ambito di una prestazione di gestione di portafoglio come quella effettuata dalla Deutsche Bank nella controversia principale, ricerca proprio la combinazione di questi due elementi*” (paragrafo 25).

<sup>229</sup> Paragrafi 27 e 28 della sentenza nella causa C-44/11. Su questo punto l'Avvocato Generale sostiene che “*Parte della prestazione complessiva si riferisce a operazioni che di fatto creano, modificano o estinguono diritti e obbligazioni delle parti relativi ai titoli. La parte restante (impiego della competenza finanziaria specifica rilevante), sebbene atta a condurre ad azioni che creano, modificano o estinguono diritti e obbligazioni, può anche non portare a detto risultato*” (par. 42 delle Conclusioni relative alla causa C-44/11). In altri termini, nella prestazione di cui si tratta convivono sia l'impiego della competenza specifica che, come tale, potrebbe anche non portare alla conclusione di operazioni, sia l'adozione di decisioni informate e, quindi, la conclusione di vere e proprie operazioni. Ciò che, tuttavia, caratterizza la natura della prestazione nel suo insieme, secondo il ragionamento fatto dall'Avvocato Generale, è quella parte di essa rappresentata dalla “*raccolta e l'impiego di studi sul mercato insieme alle informazioni e alla competenza specifica preesistenti, al fine di adottare decisioni informate in merito alla gestione di ciascun portafoglio titoli in linea con la strategia individuale scelta*”: in sintesi, solo la “*competenza specifica*”. Tale elemento “*se considerato come una prestazione indipendente, non può essere fatto rientrare nell'eszensione di cui all'articolo 135, paragrafo 1, lettera f)*” (par. 49). In sostanza, avendo la “*competenza specifica*” un ruolo preponderante rispetto alle “*operazioni*” e, quindi, caratterizzando di fatto la prestazione di gestione di portafogli, “*non si può ritenere che la*

Su queste basi la Corte, riprendendo un orientamento che ormai si era andato consolidando presso di essa, ha ribadito che “*le operazioni ... relative ad azioni ...*”, di cui all’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA, comportano atti che “*possono creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*”<sup>230</sup>.

Ebbene, la prestazione di “gestione patrimoniale” si compone essenzialmente di due elementi di cui uno (prestazione di acquisto e di vendita di titoli) può rientrare nell’ambito di applicazione della lettera f) citata, ma non può dirsi lo stesso dell’altro (prestazione di analisi e di custodia del patrimonio del cliente investitore). Quest’ultimo elemento non presuppone necessariamente “*la realizzazione di operazioni idonee a creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*”<sup>231</sup>.

Conseguentemente la Corte, facendo perno sul principio di interpretazione restrittiva dei termini con cui sono state designate le esenzioni di cui al menzionato art. 135<sup>232</sup> e sul fatto che la suddetta prestazione può essere presa in considerazione, ai fini dell’IVA, solamente nel suo complesso, ha ritenuto che “*essa non è idonea a rientrare nell’articolo 135, paragrafo 1, lett. f)*” della Direttiva stessa<sup>233234</sup>.

---

*prestazione in esame, valutata globalmente, costituisca un insieme distinto, la cui essenza mira ad adempiere le funzioni specifiche ed essenziali descritte in questa disposizione”* (par. 50 delle Conclusioni relative alla causa C-44/11). La Corte, invece, sottolinea che i due elementi in esame “*non solo sono inscindibili, ma occorre altresì porli sullo stesso piano [...] non è possibile ritenere che l’uno debba essere considerato la prestazione principale e l’altro la prestazione accessoria*” (par. 27 della sentenza).

<sup>230</sup> Paragrafo 37 della sentenza *Deutsche Bank*.

<sup>231</sup> Paragrafo 39 della sentenza *Deutsche Bank*.

<sup>232</sup> Per costante giurisprudenza, infatti, “*i termini con i quali sono state designate le esenzioni di cui all’articolo 135, paragrafo 1, della direttiva 2006/112 devono essere interpretati restrittivamente, dato che costituiscono deroghe al principio generale secondo cui l’IVA è riscossa per ogni prestazione di servizi effettuata a titolo oneroso da un soggetto passivo*” (par. 42 della sentenza nella citata causa C-44/11). Su tale aspetto vd. anche le sentenze del 20 novembre 2003, *Taksatorringen*, C-8/01, punto 36 e *DTZ Zadelhoff*, C-259/11, punto 20.

<sup>233</sup> Cfr. il paragrafo 43 della sentenza della CGE nella citata causa C-44/11. Preme evidenziare che prima di tale decisione da parte della CGE, la Corte Federale delle Finanze tedesca (*BFH*)

Dall'analisi della sentenza *Deutsche Bank* emergono diversi dubbi.

Innanzitutto non è chiaro perché la Corte, nel cercare di individuare il corretto trattamento ai fini IVA del servizio di gestione di portafogli e, quindi, delle relative commissioni percepite dall'intermediario per la prestazione del predetto servizio nei confronti del cliente, evidenzi che “*le prestazioni di acquisto e di vendita di titoli [quale parte del più ampio servizio di gestione di portafogli, n.d.r.] possono rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 135, paragrafo 1, lettera f), della Direttiva 2006/112*” e che “*non può dirsi altrettanto, invece, delle prestazioni di analisi e di custodia del patrimonio*”<sup>235</sup>.

Le prime (prestazioni di acquisto e di vendita dei titoli), nell'ambito del servizio in esame, non vengono (generalmente) poste in essere tra l'intermediario e il cliente, bensì tra il cliente (o, meglio, tra l'intermediario che agisce in nome e per conto del cliente) e terzi venditori/acquirenti; le seconde (prestazioni di analisi e di custodia) sono, invece, effettuate dall'intermediario a favore del cliente.

---

sosteneva che il servizio di gestione di portafogli prestato da parte delle banche fosse esente da IVA, secondo quanto previsto dalla Sezione 4(8)(e) del *German VAT Act (UStG)*. Ciò a seguito di una decisione della stessa Corte dell'11 ottobre 2007. Successivamente, in data 9 dicembre 2008, il Ministero delle Finanze tedesco (*BMF*) ha emanato un decreto per la disapplicazione della suddetta decisione. Conseguentemente la Corte tedesca (*BFH*), in data 28 ottobre 2010, ha deciso di sollevare la questione davanti alla CGE. Cfr. in tal senso RODIN A. – BUJOTZEK P., “*News Analysis: ECJ Nixes German VAT Exemption for Portfolio Management Services*”, *Reprinted from Tax Notes Int'l*, August 9, 2012, p. 518, in *tax notes international*, Vol. 67, N° 6, 2012.

<sup>234</sup> Né corrisponde alla nozione di “gestione di fondi comuni di investimento” ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. g). Per quanto concerne tale aspetto la Corte ha precisato che, seppur la nozione di gestione di fondi comuni d'investimento non è definita nella Direttiva, “*le operazioni coperte da tale esenzione sono quelle che attengono specificamente all'attività degli organismi di investimento collettivo*” esente da Iva, “*organismi che hanno per oggetto esclusivo l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari e/o in altre attività finanziarie liquide, il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi, e le cui quote sono, su richiesta dei portatori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a carico degli attivi dei suddetti organismi*” (paragrafi 31 e 32 della sentenza nella causa *Deutsche Bank*). Sul punto vd. DE GIORGI D., “*Le nuove disposizioni in materia Iva per il servizio di gestione individuale di portafogli*” in *Il Fisco*, fascicolo 1, 22/2013, pagg. 3343 ss..

<sup>235</sup> Cfr. par. 39 della sentenza in esame.



## Gestione individuale di portafogli

Allo stesso tempo non è chiaro perché la Corte da un lato consideri la prestazione di gestione di portafogli una sola prestazione economica la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale (e, come tale, andrebbe valutata la sua riconducibilità o meno al dettato di cui all'art. 135) e, dall'altro, si soffermi sulla composizione di tale unica prestazione formata, cioè, da prestazioni di acquisto e di vendita di titoli (che possono rientrare nel campo di applicazione dell'art. 135) nonché da prestazioni di analisi e di custodia del patrimonio (che, invece, non possono rientrarvi)<sup>236</sup>.

Tali ultime considerazioni fanno ritenere che se entrambe le prestazioni di cui la gestione si compone fossero rientrate nel campo di applicazione dell'art. 135 allora anche l'intera prestazione di gestione vi sarebbe rientrata. A questo punto non è chiaro se si debba guardare alla prestazione di gestione di portafogli come tale (e, quindi, come unica prestazione) oppure alle (singole) prestazioni che la compongono. Arduo individuare una risposta all'interrogativo nella decisione della Corte.

Seguendo il ragionamento della Corte la conclusione sarebbe potuta essere anche diversa e, cioè, che la prestazione di gestione di portafogli, nel suo complesso, rientri tra le operazioni relative a titoli. Ciò in considerazione del fatto che con il relativo contratto il cliente affida il proprio patrimonio a un intermediario il quale dovrà porre in essere una serie di operazioni (sostanzialmente e generalmente di acquisto e vendita di titoli, appunto, previa naturalmente un'attività di analisi e ricerca) con l'obiettivo di far conseguire al cliente stesso un rendimento, in cambio di una commissione di gestione finalizzata a remunerare il proprio operato. Tali operazioni complessivamente considerate (e, quindi, il servizio di gestione di portafogli), sicuramente

---

<sup>236</sup> Cfr. par. 39 della sentenza *Deutsche Bank*.

creano, modificano o estinguono i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli in considerazione del fatto che il cliente/investitore viene a trovarsi con un patrimonio continuamente modificato in termini di composizione come conseguenza dell'operato del gestore.

Si tratta infatti, come si è già avuto modo di osservare, di un servizio ben diverso da quello di gestione dei fondi comuni di investimento<sup>237</sup> dei quali il cliente può acquistare solo delle quote e che il legislatore ha avvertito la necessità di disciplinare espressamente<sup>238</sup> al fine di consentirne un'equiparazione con l'investimento diretto in titoli da parte del cliente.

In altri termini, nella gestione di portafogli il cliente trasferisce ad un altro soggetto (il gestore) il proprio patrimonio affinché questi lo gestisca per farlo fruttare investendolo in operazioni (di compravendita di titoli) che il cliente stesso non si è sentito di porre in essere autonomamente e che modificano il portafoglio del cliente. Il servizio di gestione di fondi comuni di investimento, invece, determina in capo al cliente solo modifiche nel valore delle quote dallo stesso detenute che, però, rimangono sempre le stesse (a meno che il cliente non acquisti ulteriori quote o le venda). Detto diversamente, il patrimonio del cliente sarà sempre composto dalle medesime quote di fondi comuni di investimento.

In considerazione del fatto che la sentenza *Deutsche Bank* è ben diversa dalle altre esaminate finora, essendo l'unica (oltre quelle aventi ad oggetto il servizio di consulenza di cui si dirà nel cap. V) che tratta di un preciso servizio di investimento, la Corte avrebbe, quindi, anche potuto cercare un coordinamento tra la Direttiva IVA e la MiFID (o quantomeno indicare dei criteri per farlo) e, più in particolare, tra le

---

<sup>237</sup> Tali fondi gestiscono i loro investimenti in proprio nome e per proprio conto.

<sup>238</sup> Alla lett. g) dell'art. 135 della Direttiva IVA.

operazioni relative a titoli e i servizi di investimento; ciò quantomeno per il fatto di essersi trovata di fronte ad un caso avente ad oggetto un singolo (e ben preciso) servizio di investimento. La Corte ha, invece, preferito rimanere sui suoi passi ed evitare un'interpretazione della normativa fiscale alla luce di altre norme dell'Unione.

Volendo tentare di mettere in relazione le Direttive IVA e MiFID II, potremmo dire che la Corte ha di fatto riconosciuto alla gestione individuale di portafogli la caratteristica di prestazione economica unica (complessa) così come d'altronde viene considerata anche dalla normativa MiFID (servizio di investimento autonomo) e non la combinazione di due (o più) distinti servizi di investimento, quello di consulenza e quello di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

La Corte, poi, dovendo decidere tra il regime di imponibilità e quello di esenzione da applicare a tale "autonomo" servizio di investimento, ha finito per propendere per il primo, seguendo un ragionamento sicuramente non incontrovertibile e senza fornire una motivazione chiara della decisione finale.

Sembra, infatti, che la Corte abbia semplicemente sostenuto che trattandosi di una ben precisa prestazione e non essendo essa stessa esplicitamente menzionata dall'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA, per il principio di interpretazione restrittiva dei termini con cui sono state designate le esenzioni debba considerarsi non esente da IVA.

La Corte, quindi, dopo essersi focalizzata sulle prestazioni che caratterizzano il servizio di gestione di portafogli, ha preferito trincerarsi dietro la mancata esplicita previsione, da parte del legislatore comunitario, del servizio in esame nell'art. 135, oltre che dietro il menzionato principio di interpretazione restrittiva dei termini con cui sono state designate le esenzioni.

Si ritiene, però, che tale ultimo principio non debba essere utilizzato per escludere qualsiasi prestazione non espressamente richiamata dalla norma. Sicuramente la gestione di portafogli non è esplicitamente indicata nella lett. f) dell'art. 135, ma nessun servizio di investimento lo è: lo sono (genericamente) le operazioni (inclusa la negoziazione) relative a titoli. Proprio per questo motivo compito del giudice è quello di fornire gli strumenti per poter valutare, di volta in volta, se la singola prestazione (o servizio di investimento, nel caso di specie) possa essere ricondotta alle fattispecie di cui alla citata lett. f) o meno.

Volendo, inoltre, estrapolare dalla decisione della Corte un principio generale applicabile ai casi in cui vi sia la combinazione di un'operazione imponibile e una esente, di pari grado e pari dignità ("operazione mista")<sup>239</sup>, si potrebbe ritenere che debba generalmente prevalere il regime dell'imponibilità, proprio per quel carattere derogatorio delle esenzioni e per quel principio di interpretazione restrittiva dei termini con cui le stesse sono state designate e a cui la Corte si è appellata.

In definitiva, alla luce dell'interpretazione fornita dalla CGE e tralasciando qualsiasi ulteriore considerazione circa la *ratio* della sentenza, il servizio di gestione di portafogli deve essere oggi assoggettato al regime IVA ordinario<sup>240</sup>.

Per completezza di esposizione, va evidenziato che l'Avvocato Generale prima e la Corte poi, nella causa *Deutsche Bank*, hanno analizzato anche la questione relativa alla "*neutralità fiscale*" che

---

<sup>239</sup> Su tale aspetto si rinvia al par. 2.3 del cap. II.

<sup>240</sup> Avendo fatto riferimento in precedenza alla proposta di modifica della normativa IVA in ambito comunitario, preme evidenziare in questa sede che la proposta di Regolamento stabiliva, all'articolo 13, che "*ai fini dell'articolo 135, paragrafo 1 bis, della direttiva 2006/112/CE, sono considerate come aventi il carattere specifico ed essenziale di un servizio esente almeno le operazioni seguenti: (a) gestione di portafoglio; [...]*".

potrebbe porsi tra la lettera f), del paragrafo 1, dell'articolo 135 e la successiva lettera g) che, invece, esenta *“la gestione di fondi comuni d'investimento quali sono definiti dagli Stati membri”*.

Al riguardo, la Corte ha ritenuto che il principio di neutralità non possa *“ampliare l'ambito di applicazione di un'esenzione [prevista espressamente, n.d.r.] in assenza di una disposizione non equivoca. Infatti, il principio in parola non è una regola di diritto primario che può incidere sulla validità di un'esenzione, ma un principio di interpretazione che deve essere applicato unitamente al principio di interpretazione restrittiva delle esenzioni.”*<sup>241</sup>.

---

<sup>241</sup> Cfr. il paragrafo 45 del giudicato nella causa C-44/11.



## Capitolo IV - I servizi di investimento nel contesto italiano

### 4.1 Profili generali

La normativa comunitaria di primo e secondo livello, che disciplina i requisiti applicabili alle imprese di investimento e ai mercati degli strumenti finanziari, è stata recepita, in ambito italiano, dal TUF<sup>242</sup> e dai regolamenti applicativi della Consob<sup>243</sup>.

---

<sup>242</sup> Come ricordato da ANNUNZIATA F., *“La disciplina del mercato mobiliare”* cit., pagg. 13 ss., *“La Legge 6 febbraio 1996, n. 52, delega, [...] al Governo il compito, innanzitutto, di recepire le Direttive sui servizi di investimento; il recepimento si realizza nel 1996, con l’emanazione del D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. “Decreto Eurosim”), il quale si occupa unicamente dei profili direttamente incisi dalle Direttive, e cioè il mutuo riconoscimento di intermediari e mercati.”*. *“Il Decreto Eurosim è, però, un momento di passaggio, perché il Governo provvede pressoché immediatamente a dare avvio ai lavori per l’emanazione del Testo Unico, affidandoli ad un’apposita commissione [...] Il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 raccoglie i frutti di tale lavoro. In Italia, la disciplina del mercato dei capitali viene così ad articolarsi in due grandi comparti: il comparto bancario e creditizio, di cui si occupa il Testo Unico Bancario del 1993; ed il comparto non creditizio (nel quale, peraltro, anche le banche sono massicciamente presenti), di cui si occupa il Testo Unico del 1998.”*. Su tali aspetti vd. anche SANTORO F. G., *“Attuazione direttiva 2014/65/EU (c.d. MIFID II) e del Regolamento EU n. 600/2014. Impatto sugli intermediari finanziari e sui clienti investitori”*, Stamen, 2019.

<sup>243</sup> Cui il TUF demanda parte della disciplina. Si tratta, in particolare, del Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (*“Regolamento Emittenti”*), del Regolamento adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 (*“Regolamento Mercati”*) e del Regolamento adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 (*“Regolamento Intermediari”*), così come successivamente modificati. Come evidenziato in dottrina, *“il TUF funge spesso solo da indice allusivo per il regolamentatore secondario (non più da canone ordinatore); dall’altro, la normativa secondaria, quasi per saltum, recepisce e applica direttamente le fonti comunitarie di settore”*. DE MARI M., op. cit., pagg. 7 ss. *“Profili, questi ultimi, che – oltre ad evidenziare l’ormai sin troppo evidente declassamento dell’attività normativa e regolamentare domestica rispetto a quella di matrice comunitaria e la destrutturazione gerarchica del sistema delle fonti – pongono in luce il fenomeno della delegificazione nella materia in esame ed il problema della stessa legittimità del potere regolamentare delle autorità di vigilanza quando esercitato in deroga totale o parziale della normativa primaria.”*. Inoltre, *“A tale ultimo riguardo, una prima impostazione sostiene che la regolamentazione delle autorità avrebbe gli stessi limiti dell’autonomia statutaria: potrebbe disporre in deroga a norme di legge derogabili ma non a quelle inderogabili. Secondo una diversa logica, più avanzata, la regolamentazione secondaria potrebbe invece derogare tout court a disposizioni legislative, consentendosi l’intervento regolamentare su materie già legifcate. Il limite alla sua competenza sarebbe solo di non trascendere le finalità di cui all’art. 5 TUF (limite «finalistico».)”*. *“Con la conseguenza che, quasi per compensare questo deficit di legittimità, i regolamenti delle autorità domestiche nazionali devono essere offerti in consultazione ai soggetti interessati, devono essere motivati, devono rispettare il principio di proporzionalità (inteso nel senso dell’adeguatezza tra le finalità/benefici della regolamentazione ed i sacrifici/costi per i destinatari) e devono essere periodicamente revisionati.”*. L’autore conclude che *“Una delle caratteristiche di questo settore è allora proprio quella di avere ormai un sistema di fonti normative di differente origine e livello”*.

Prima di entrare nel merito dei singoli servizi di investimento occorre premettere che, in Italia, come già si è avuto modo di evidenziare, la relativa prestazione è soggetta a “riserva di attività”. Ai sensi dell’art. 18, comma 1, del TUF, infatti, l’esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi (e delle attività) di investimento è riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi<sup>244</sup>.

Solo tali soggetti possono essere abilitati alla prestazione di tutti i servizi di investimento. Altri soggetti possono essere autorizzati allo svolgimento di determinati e specifici servizi.

Le SGR, ad esempio, possono essere autorizzate a prestare i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, nonché il servizio di ricezione e trasmissione di ordini qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di fondi alternativi (c.d. FIA). Le società di gestione UE possono, invece, prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, qualora autorizzate nello Stato membro d’origine. Gli intermediari finanziari iscritti nell’albo di cui all’articolo 106 del testo unico bancario

---

*(c.d. sistema multilivello), quanto più possibile armonizzato, senza però dimenticare che la normativa nazionale trova ancora i suoi pilastri nell’art. 47 della Costituzione che “incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme” e nell’art. 41 della stessa Costituzione che sancisce il principio della «libera iniziativa economica privata».* Sempre in tale contesto, “Tra le fonti di questo settore – pur trattandosi di fonti solo in senso atecnico e atipico – si può altresì annoverare la c.d. moral suasion delle autorità. Si fa qui riferimento a tutti quegli orientamenti interpretativi o di tipo applicativo che, in varie forme (comunicazioni, raccomandazioni, circolari, avvisi, domande e risposte, ecc.), promanano dalle autorità di vigilanza, basati sul prestigio, sulla competenza tecnica e sull’autorevolezza dell’autorità (c.d. soft regulation). Ed è superfluo rimarcare che si tratta di una funzione di indirizzo e interpretativa di norme primarie e secondarie verso gli operatori importantissima, a volte più persuasiva delle stesse norme di legge.”

<sup>244</sup> L’impresa di investimento UE è definita, dall’art. 1, comma 1, lett. f), del TUF, come “l’impresa di investimento, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in un medesimo Stato dell’Unione europea, diverso dall’Italia”; l’impresa di paesi terzi, invece, è definita dalla successiva lett. g) come “l’impresa che non ha la propria sede legale o direzione generale nell’Unione europea, la cui attività è corrispondente a quella di un’impresa di investimento UE o di una banca UE che presta servizi o attività di investimento”. Sulla riserva di attività a favore dei soggetti abilitati ai sensi dell’art. 18 del TUF cfr. GAFFURI L., op. cit., pagg. 47 ss..



## Profili generali

(TUB)<sup>245</sup> possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi di negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché il servizio di collocamento nelle sue diverse declinazioni.

La riserva di attività non pregiudica<sup>246</sup> la possibilità per le persone fisiche, secondo quanto stabilito dall'art. 18-*bis* del TUF e per le società costituite in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, secondo quanto stabilito dall'art. 18-*ter* del TUF, in possesso di determinati requisiti e iscritte in apposito albo, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza però detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti.

In definitiva, gli operatori legittimati all'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento sono sostanzialmente riconducibili a due macro-categorie, gli operatori bancari e quelli non bancari.

Per la prestazione dei servizi di investimento è, tuttavia, necessario richiedere apposita autorizzazione alla Consob ovvero alla Banca d'Italia<sup>247</sup>, a seconda della tipologia del soggetto richiedente, secondo quanto disposto dall'art. 19 del TUF<sup>248</sup>.

---

<sup>245</sup> Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia - Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385. Secondo quanto previsto dall'art. 106 del TUB, in particolare, l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.

<sup>246</sup> In questo senso, la riserva di attività ha subito un'importante deroga da parte del D. Lgs. n. 164 del 2007 di attuazione della Direttiva MIFID per quanto concerne la consulenza in materia di investimenti.

<sup>247</sup> In via meramente incidentale preme evidenziare che, nell'ambito del TUF, sussiste un modello di vigilanza "per finalità". L'art. 5, infatti, dopo aver individuato, al comma 1, le finalità della vigilanza sulle attività svolte dagli intermediari finanziari (salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, tutela degli investitori, stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario, competitività del sistema finanziario, osservanza delle disposizioni in materia finanziaria), ai commi 2 e 3 ripartisce le competenze fra Banca d'Italia e Consob. In particolare, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Come evidenziato da ANNUNZIATA F., "La

Non è soggetta ad autorizzazione, invece, la prestazione dei servizi accessori di cui alla Sezione B, dell'Allegato I, del TUF, tra cui la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, la consulenza alle imprese e la ricerca in materia di investimenti.

Per tutto quanto concerne, poi, le regole di condotta gravanti sugli intermediari, si rinvia a quanto già detto nel capitolo I.1.2 trattando della normativa di matrice comunitaria, sostanzialmente recepita nell'ordinamento nazionale<sup>249</sup>.

### **4.2 I servizi di investimento nel TUF**

L'art. 1, comma 5, del TUF, nel definire i servizi e le attività di investimento, riprende sostanzialmente l'elencazione di cui alla Direttiva MiFID II, sia pure con un ordine differente e, con particolare riferimento ai servizi di investimento, su cui si focalizza il presente lavoro, individua i seguenti<sup>250</sup>:

---

*disciplina del mercato mobiliare” cit., pagg. 55 ss., “Anche a seguito delle modifiche introdotte dal D. Lgs. n. 164/2007, recante recepimento della MiFID, risulta comunque confermata l'impostazione di fondo, volta a ripartire l'attività di vigilanza tra la Consob e la Banca d'Italia secondo un criterio di tipo funzionale. Si tratta di un'impostazione che caratterizza ormai da tempo l'ordinamento italiano [...] Il D. Lgs. n. 58/1998 prevede dunque una ripartizione delle competenze tra Banca d'Italia e Consob su basi funzionali. Tale criterio risulta alternativo rispetto a quello della ripartizione dei compiti per categorie di soggetti, o – addirittura – a quello della vigilanza accentrata, affidata ad un'unica Autorità, e consiste nell'affidamento a ciascuna Autorità di poteri e funzioni specifici da esercitarsi nei confronti di tutte le categorie di soggetti sottoposte all'attività di vigilanza.”. Sul punto vd. anche SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pagg. 67 ss..*

<sup>248</sup> In dottrina si ritiene che l'autorizzazione sia un provvedimento a discrezionalità tecnica vincolata che non può, quindi, esaurirsi in una valutazione meramente formale dei requisiti previsti dalla legge. Su tale aspetto, vd. DE MARI M., op. cit., pag. 31. Preme evidenziare che in caso di esercizio di attività riservate in mancanza di autorizzazione si configura un'ipotesi di abusivismo penalmente sanzionata dall'art. 166, comma 1, del TUF.

<sup>249</sup> Nel contesto italiano, in particolare, cfr. artt. 40, 41 42 e 43 del “Regolamento Intermediari”. Sul punto vd. SCOGNAMIGLIO V., “Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U. (nota a Cass. civ., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724)”, in *Le Società*, 4, 2008, pag. 449.

<sup>250</sup> Esclusivamente “quando hanno per oggetto strumenti finanziari”. Secondo quanto indicato al comma 2, del medesimo art. 1, “Per «strumento finanziario» si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I” (tra questi, i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di organismi di investimento collettivo, ecc.).

## I servizi di investimento nel TUF

- a) negoziazione per conto proprio;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini;
- f) consulenza in materia di investimenti.

Si tratta di un elenco tassativo<sup>251</sup>. Tuttavia, il comma 5, dell'art. 18, del TUF, attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze il potere di individuare<sup>252</sup> nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti possono esercitarli. Ciò al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

Non verrà trattata, in questo capitolo, la disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti in quanto, come già detto<sup>253</sup>, per il peso che sta acquisendo nei modelli di *business* degli intermediari e per alcuni aspetti tuttora controversi circa il suo trattamento ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, si è deciso di approfondirlo separatamente nel capitolo V.

Entrando nel merito dei singoli **servizi di investimento**, il comma 5-*bis*, dell'art. 1, del TUF, specifica che per “negoziazione per

---

<sup>251</sup> Come evidenziato in dottrina, “*Il legislatore ha previsto un numero chiuso e tipizzato di attività di intermediazione finanziaria, il cui elenco è fornito dal TUF*”. CARDI E., op. cit..

<sup>252</sup> Con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob.

<sup>253</sup> V. *supra* Cap. III.

conto proprio”<sup>254</sup> si intende “*l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta*”, in relazione a ordini dei clienti.

Come evidenziato dalla Consob<sup>255</sup>, “*la caratteristica essenziale dell’attività svolta dagli intermediari negozianti in proprio*” è la “*mess[a] a disposizione del pubblico degli investitori*” del portafoglio di valori mobiliari detenuto dalla società “*per soddisfare, tramite compravendite, le loro esigenze di investimento o disinvestimento*”. Tale attività differisce, quindi, da quella di investimento del proprio patrimonio: l’attività “*di investimento delle proprie disponibilità finanziarie in valori mobiliari ... non costituisce, ai sensi delle disposizioni vigenti, attività di intermediazione mobiliare. Essa infatti non ha nulla a che vedere con l’attività di negoziazione per conto proprio ... in quanto le compravendite di valori mobiliari avverrebbero sempre ad iniziativa della società e non su richiesta e nell’interesse del pubblico degli investitori*”.

In sostanza, come già detto trattando dei servizi di investimento in ambito comunitario, con la negoziazione per conto proprio l’intermediario impegna capitale proprio, sia pur operando in relazione ad ordini dei clienti. La sua funzione, inoltre, non viene remunerata attraverso una commissione, bensì con i risultati economici

---

<sup>254</sup> Preme evidenziare al riguardo che, in Italia, prima dell’attuazione della Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID), avvenuta con Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164, entrato in vigore il 1° novembre 2007, l’art. 1, comma 5, del TUF menzionava tra i servizi di investimento la “negoziazione per conto proprio” (lett. a) e la “negoziazione per conto terzi” (lett. b). Come evidenziato dalla Consob, “*Posto quindi che il servizio di investimento della negoziazione per conto proprio nel sistema italiano vigente risulta già ricomprendere il momento dell’esecuzione (in contropartita diretta) degli ordini acquisiti dai clienti, la disciplina transitoria (contenuta nello schema di decreto legislativo al quale il presente documento fa riferimento) prevede che gli intermediari già autorizzati alla prestazione di tale servizio (negoziazione per conto proprio) si intendano autorizzati, a partire dal 1° novembre 2007, sia alla negoziazione per conto proprio sia alla esecuzione di ordini per conto dei clienti*”. Cfr. Consob, “*Schede di approfondimento - I servizi e le attività di investimento. Alcune nozioni*”, ottenibile al seguente indirizzo:

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/schede.pdf/9a2d2587-de11-460b-87b3-5ff44be770a6>.

<sup>255</sup> Comunicazione n. DAL/RM/95003079 del 19 aprile 1995.

dell'operazione medesima essendo l'intermediario la controparte del cliente da cui ha ricevuto l'ordine. In alcune ipotesi (più teoriche che pratiche)<sup>256</sup> l'intermediario potrebbe anche addebitare al cliente una commissione di negoziazione. In questo caso, come già detto, si dovrebbe ritenere che l'attività svolta dall'intermediario stesso sia di fatto suddivisa in un'attività di compravendita (paragonabile alla medesima attività svolta da qualsiasi altro soggetto) e un'attività di intermediazione in cui, però, l'intermediario ha un interesse contrapposto a quello del cliente: la commissione andrebbe a remunerare la sola attività di intermediazione.

Il servizio di “esecuzione di ordini per conto dei clienti”, invece, è definito dal comma 5-*septies*, del medesimo art. 1, del TUF, come “*la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti*”.

A differenza del servizio di negoziazione per conto proprio, in questo caso l'intermediario svolge una funzione di intermediazione pura, assumendo un impegno nei confronti del cliente a cercare una o più controparti per far sì che un'operazione di compravendita di strumenti finanziari possa essere conclusa e, quindi, l'ordine del cliente eseguito.

Anche la definizione fornita dal TUF, così come quella fornita dalla Direttiva MiFID II, include “*la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione*”.

La remunerazione dell'intermediario per il servizio di esecuzione di ordini è rappresentata dalla commissione corrisposta dal cliente.

---

<sup>256</sup> V. *supra* cap. III.3.3.3.

Quanto ai servizi di cui alle lettere c) e *c-bis*), ricadono nell'ambito del servizio di collocamento inteso in senso ampio che, secondo quanto affermato dalla Consob<sup>257</sup>, *“si caratterizza per essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate”*.

Tale servizio, quindi, a differenza dei precedenti che vengono di norma effettuati sul mercato secondario, si svolge tipicamente sul mercato primario.

Le fattispecie di collocamento prese in considerazione dal TUF, in recepimento della normativa di matrice comunitaria, si sostanziano nel *“collocamento con assunzione a fermo”*, nel *“collocamento con impegno irrevocabile”* e nel *“mero collocamento”*, di cui si è già ampiamente trattato disquisendo della disciplina MiFID II, cui si fa integrale rinvio<sup>258</sup>.

Passando alla *“gestione di portafogli”*, essa viene definita dal comma 5-*quinquies*, dell'art. 1, del TUF, come *“la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti”*.

Come si è già avuto modo di osservare, tale servizio è caratterizzato da un mandato<sup>259</sup> attraverso cui il cliente conferisce al

---

<sup>257</sup> Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9-7-1997. Manca, al riguardo, una definizione nel TUF.

<sup>258</sup> Cfr. il cap. III.3.4.

<sup>259</sup> Per quanto la definizione del TUF faccia espresso riferimento al *“mandato”*, è discusso se il rapporto di gestione di portafogli sia del tutto riconducibile allo schema civilistico del mandato. La tesi prevalente in dottrina (e in giurisprudenza) è più orientata a ricondurlo ad un contratto *“tipizzato”*. Sul punto vd. GUFFANTI E., *“I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il mirror trading”*, in *Le Società*, 6/2013, pag. 676. Cfr. anche COSSU M., *“Contratto di gestione di portafogli”*, in *“I contratti del mercato finanziario”* a cura di GABRIELLI E. – LENER R., Torino, 2011.

gestore la facoltà di effettuare investimenti, secondo una strategia scelta dal cliente stesso, nell'ambito di un patrimonio che questi gli ha affidato.

Il gestore, a tal fine, opera in nome e per conto dell'investitore, il quale resta proprietario dei singoli titoli per tutta la durata del mandato e dopo la sua conclusione.

La finalità del contratto di gestione individuale, in particolare, è rappresentata dalla valorizzazione del patrimonio del cliente attraverso una serie di operazioni poste in essere dal gestore<sup>260</sup>.

A fronte del servizio in esame, l'intermediario percepisce generalmente una commissione (c.d. "di gestione") calcolata come percentuale del patrimonio in gestione.

Quanto, infine, al servizio di "ricezione e trasmissione di ordini", secondo quanto stabilito dal comma 5-*sexies*, dell'art. 1, del TUF, "*comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)*".

Anche in questo caso l'intermediario svolge una funzione di intermediazione pura, ricevendo gli ordini di compravendita da un cliente e trasmettendoli ad un altro intermediario il quale provvederà all'esecuzione degli stessi oppure ponendo in essere una vera e propria attività di mediazione finalizzata a mettere in contatto due o più investitori.

---

<sup>260</sup> Secondo quanto evidenziato da Banca d'Italia, "*la funzione del contratto di gestione [...] si connota principalmente per la finalità di valorizzare un dato patrimonio, perseguita mediante il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile dell'attività di investimento e disinvestimento in strumenti finanziari. Tale impegno, infatti, rappresenta una pattuizione collegata al contratto di gestione, che non fa venire meno l'obbligo del gestore di eseguire con la dovuta diligenza il contratto*". Bollettino di Vigilanza n. 1 – Gennaio 2003.

Nel prosieguo della trattazione ci soffermeremo sul trattamento ai fini dell'imposta sul valore aggiunto delle operazioni finanziarie (come definite dalla normativa fiscale), per la parte che maggiormente rileva ai fini del presente lavoro, prima di affrontare la questione del trattamento fiscale dei singoli servizi di investimento.

#### 4.3 *Il trattamento ai fini IVA delle operazioni finanziarie*

In termini generali, secondo quanto previsto dall'art. 1 del DPR n. 633/1972, l'imposta sul valore aggiunto si applica alle cessioni di beni e le prestazioni di servizi effettuate nel territorio dello Stato italiano nell'esercizio di imprese ovvero di arti e professioni e alle importazioni da chiunque effettuate<sup>261</sup>.

Tralasciando i presupposti soggettivo e territoriale<sup>262</sup>, con particolare riferimento al presupposto oggettivo per l'applicazione del tributo l'art. 3 del medesimo DPR stabilisce che *“costituiscono prestazioni di servizi le prestazioni verso corrispettivo dipendenti da contratti d'opera, appalto, trasporto, mandato, spedizione, agenzia, mediazione, deposito e in genere da obbligazioni di fare, di non fare e di permettere quale ne sia la fonte”*<sup>263</sup>.

Non tutte le prestazioni di servizi, tuttavia, sono assoggettate ad IVA:

- alcune sono del tutto escluse dal suo campo di applicazione secondo quanto stabilito, sostanzialmente, dal medesimo art.

---

<sup>261</sup> Per approfondimenti vd. BERLIRI A., *“L'imposta sul valore aggiunto. Studi e scritti vari”*, Giuffrè, Milano, 1971; BERLIRI A., *“Caratteristiche dell'Iva italiana”* in Dir. prat. trib., I, 1972, 415; BOSELLO F., *“L'imposta sul valore aggiunto. Aspetti giuridici”*, Bologna, 1979; BOSELLO F., *“L'attuazione delle direttive comunitarie in materia di imposta sul valore aggiunto”*, in Riv. dir. trib., 1997, I, 705.

<sup>262</sup> Per approfondimenti vd. FANTOZZI A., *“Presupposto e soggetti passivi dell'imposta sul valore aggiunto”* in Dir. prat. trib., 1972, I, pag. 728.

<sup>263</sup> Per approfondimenti sulle prestazioni di servizi cfr. CENTORE P., *“Qualificazione delle operazioni: le prestazioni di servizi”* in Corr. trib., 2001.



## Il trattamento ai fini IVA delle operazioni finanziarie

3, commi 4 e 5, oppure per la loro irrilevanza sotto il profilo territoriale;

- altre sono non imponibili, essendo proiettate al di fuori del territorio dello Stato o della Unione europea;
- altre ancora sono esenti dall'imposta<sup>264</sup>.

Il riferimento, in quest'ultimo caso, è sostanzialmente all'art. 10 del DPR n. 633/1972 il quale definisce le operazioni esenti fornendone, al comma 1, un'elencazione.

Con particolare riferimento alle operazioni finanziarie che a noi in questa sede maggiormente interessano sono esenti, ai sensi dell'art. 10, comma 1, n. 4), *“le operazioni relative ad azioni, obbligazioni o altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali, eccettuati la custodia e l'amministrazione dei titoli nonché il servizio di gestione individuale di portafogli; le operazioni relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari diversi dai titoli, incluse le negoziazioni e le opzioni ed eccettuati la custodia e l'amministrazione nonché il servizio di gestione individuale di portafogli”*.

Inoltre, ai sensi del successivo n. 9), dello stesso articolo, sono esenti *“le prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione relative alle operazioni di cui ai numeri da 1) a 7)”* e, quindi, anche quelle di cui al citato n. 4).

Riepilogando, dal combinato disposto dei nn. 4) e 9), del comma 1, dell'art. 10, sono esenti dall'IVA tre gruppi di operazioni:

---

<sup>264</sup> In sostanza, *“quando, secondo i principi generali del tributo, l'atto economico dovrebbe esservi soggetto, ricorrendo tutti i presupposti, soggettivo, oggettivo e territoriale, per la corresponsione dell'IVA: sennonché lo Stato - in conformità delle direttive comunitarie - rinuncia al prelievo fiscale per motivi di ordine tecnico-fiscale, politico-fiscale, politico-economico, politico-sociale”*. MANDÒ G. – MANDÒ D., op. cit., pagg. 264 ss..

- le operazioni relative ad azioni, obbligazioni o altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali (con alcune eccezioni);
- le operazioni relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari diversi dai titoli, incluse le negoziazioni e le opzioni (con alcune eccezioni);
- le prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione relative alle operazioni di cui ai punti precedenti.

#### 4.3.1 Operazioni relative ad azioni, obbligazioni e altri titoli

La prima parte del n. 4), del comma 1, dell'art. 10 esenta le operazioni relative ad azioni, obbligazioni e quote sociali, nonché ad alcuni titoli di credito, escluse le operazioni aventi ad oggetto titoli rappresentativi di merce<sup>265</sup>, sulla falsariga di quanto previsto dalla lett. f), del par. 1, dell'art. 135, della Direttiva IVA.

Da un confronto letterale tra le due norme emerge, tuttavia, una differenza: mentre la norma comunitaria fa riferimento alle “operazioni, compresa la negoziazione”, quella italiana alle sole “operazioni”. Sul punto v. *infra* par. 4.3.3.

Preme aggiungere in questa sede che, mentre le operazioni relative ad obbligazioni sono esenti dal tributo, i prestiti obbligazionari sono del tutto esclusi. Ai sensi dell'art. 3, comma 4, lett. b), del DPR n. 633/1972, infatti, essi non rientrano tra le prestazioni di servizi.

---

<sup>265</sup> Come evidenziato da MANDÒ G. – MANDÒ D., op. cit., pagg. 278 ss., l'esenzione si riferisce anche “ai titoli di credito il cui contenuto sia un diritto di credito pecuniario (titoli cosiddetti di pagamento, quali le cambiali, assegni bancari e circolari, titoli del debito pubblico, ecc.)”. Sono, invece, escluse dall'esenzione le operazioni aventi ad oggetto un “titolo rappresentativo di merci o titolo di tradizione, del quale le figure concrete sono, in materia di trasporto di cose, la lettera di vettura (art. 1684 c.c.), la polizza di carico (art. 458 e segg. cod. navig.), la lettera di trasporto aereo (art. 856 cod. navig.) e, in materia di deposito nei magazzini generali, la fede di deposito e la nota di pegno (artt. 1790, 1791 c.c.)”. In tal senso vd. Ris. Min. 2 febbraio 1980 n. 367433.

4.3.2 *Operazioni relative a valori mobiliari diversi dai titoli*

La seconda parte del n. 4), del comma 1, dell'art. 10, del DPR n. 633/1972 esenta le operazioni relative a valori mobiliari e strumenti finanziari diversi dai titoli, esplicitamente incluse dall'art. 3, comma 122, della legge n. 549 del 1995.

Al medesimo n. 4) è fornita, dal legislatore italiano, la definizione di operazioni relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari: si fa riferimento, in particolare, ai *“contratti a termine fermo su titoli e altri strumenti finanziari e le relative opzioni, comunque regolati; i contratti a termine su tassi di interesse e le relative opzioni; i contratti di scambio di somme di denaro o di valute determinate in funzione di tassi di interesse, di tassi di cambio o di indici finanziari, e relative opzioni; le opzioni su valute, su tassi di interesse o su indici finanziari, comunque regolate”*.

Tale ultima disposizione è finalizzata a riconoscere il regime di esenzione anche ad altri strumenti finanziari diversi dalle azioni, obbligazioni, ecc. e, in particolare, agli strumenti derivati<sup>266</sup>.

Sul punto, con la Risoluzione n. 77 del 16 luglio 1998, il Ministero delle Finanze ha chiarito che con le modifiche normative apportate nel 1995<sup>267</sup>, finalizzate ad adeguare la normativa nazionale alle disposizioni di cui all'articolo 13 della Direttiva n. 77/388/Ce del

---

<sup>266</sup> Cfr. MANDÒ G. – MANDÒ D., op. cit., pag. 279, i quali hanno evidenziato che la disposizione in esame *“è finalizzata al riconoscimento del regime di esenzione già previsto in via generale dall'art. 13, par. B, lett. d) della sesta direttiva ed ora dall'art. 135, par. 1, lett. f), ricomprendendovi espressamente i nuovi e variegati strumenti di investimento nel settore dei valori mobiliari (quali definiti dalla direttiva n. 93/22 CEE del Consiglio del 10 maggio 1993) e in particolare i cd. contratti derivati”*.

<sup>267</sup> Si fa riferimento, in particolare, all'articolo 7, commi 3, lettera b) e 5 del decreto-legge 27 ottobre 1995, n. 440, il cui contenuto è stato, poi, trasfuso nell'articolo 3, commi 122 e 123, della legge 28 dicembre 1995, n. 549.

17 maggio 1977, “*i contratti derivati finanziari sono stati ricompresi nell’ambito dell’esenzione dall’imposta sul valore aggiunto*”<sup>268</sup>.

#### 4.3.3 Prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione

Da un confronto letterale tra la lett. f), del par. 1, dell’art. 135, della Direttiva IVA e il n. 4), del comma 1, dell’art. 10, del DPR n. 633/1972 emerge che mentre la norma comunitaria fa riferimento alle “*operazioni, compresa la negoziazione*”, quella italiana alle sole “*operazioni*”.

Ad una prima lettura, potrebbe quindi apparire che l’attività di “*negoziazione*” non sia stata contemplata dalla disposizione italiana.

Tuttavia, il legislatore nazionale ha introdotto, al n. 9) del comma 1 del medesimo art. 10, le prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione relative, tra le altre, alle operazioni di cui al n. 4)<sup>269</sup> ricomprendendo, in questo modo, anche la “*negoziazione*” nell’accezione di cui alla citata lett. f), del par. 1, dell’art. 135<sup>270</sup>.

---

<sup>268</sup> Inoltre, “*come ha sostenuto il Consiglio di Stato «la recente legge 23 dicembre 1995 n. 549 ha peraltro modificato i numeri 3 e 4 dell’articolo 10 del D.P.R. n. 633 del 1972, esentando dall’IVA le operazioni di copertura dei rischi di cambio e tutte le operazioni relative ad azioni, obbligazioni e altri titoli non rappresentativi di merci, ivi comprese le negoziazioni e le opzioni concernenti tassi di interesse, valuta, indici finanziari e altri strumenti finanziari. Ne segue che le suddette commissioni sono ora esenti da IVA»*”. Cfr. la citata Risoluzione n. 77 del 16 luglio 1998 del Ministero delle Finanze.

<sup>269</sup> Le prestazioni di mandato e di mediazione relative ai prestiti obbligazionari sono, invece, del tutto escluse dal campo di applicazione dell’IVA per espressa disposizione dell’art. 3, comma 4, lett. f), del DPR n. 633/1972. Conseguentemente, le operazioni di collocamento di tali titoli, essendo generalmente ricondotte tra le prestazioni di intermediazione rese in fase di emissione degli stessi, sono escluse dal campo di applicazione dell’IVA. Le intermediazioni relative a tali titoli, invece, rientrano nel campo delle esenzioni per il combinato disposto dei numeri 4) e 9), del primo comma, dell’art. 10, così come le operazioni ad essi relative.

<sup>270</sup> Preme richiamare, al riguardo, la sentenza n. 6607/2013 con cui la Cassazione ha specificato che “*l’intermediazione di cui al D.P.R. n. 633 del 1972, art. 7, comma 4, lett. f), questo applicabile ratione temporis [ora art. 10, comma 1, nn. 4 e 9, n.d.r.], non possa che essere quel negozio tipico connotato dalla partecipazione necessaria di un soggetto autorizzato D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, ex art. 1 TUF e di un cliente retail*”. Sul punto cfr. FRANSONI G., “Prestazioni di intermediazione esenti ai fini dell’imposta sul valore aggiunto e «comparatori di prezzo»” in *Rass. Trib.*, 2020, 2, pag. 342 ss..

## Il trattamento ai fini IVA delle operazioni finanziarie

Come evidenziato in dottrina<sup>271</sup>, “la nozione di «intermediazione» non corrisponde in realtà ad una figura negoziale tipica e ricomprende tutte le ipotesi contrattuali, anche non attinenti propriamente alla conclusione di un negozio, che comportano comunque una interposizione nella circolazione dei beni e servizi, ivi compresa pertanto anche l’ipotesi in cui l’incaricato provvede, per conto del committente e sulla base di specifiche istruzioni, a porre in essere gli adempimenti necessari alla concreta esecuzione dell’operazione esente”.

### 4.3.4 Alcune eccezioni: custodia e amministrazione dei titoli

Il legislatore nazionale, così come quello comunitario, ha escluso dal campo delle esenzioni da IVA “la custodia e l’amministrazione dei titoli”, realizzando sul punto un perfetto allineamento.

Si tratta di servizi accessori a quelli di investimento finalizzati, sostanzialmente, al deposito dei titoli e, quindi, alla custodia degli stessi e allo svolgimento di una serie di attività di natura meramente amministrativa.

Il nostro codice civile regola esplicitamente il deposito di titoli in amministrazione all’art. 1838, stabilendo che la banca che assume il deposito di titoli in amministrazione deve, ad esempio, custodire i titoli, esigerne gli interessi o i dividendi, curare le riscossioni per conto del depositante e, in generale, provvedere alla tutela dei diritti inerenti ai titoli<sup>272</sup>.

Rinviando a quanto detto sul tema trattando della normativa comunitaria, preme evidenziare in questa sede che, con la già citata Risoluzione n. 77/1998, il Ministero delle Finanze ha confermato che “i

---

<sup>271</sup> MANDÒ G. – MANDÒ D., op. cit., pag. 298.

<sup>272</sup> Sul punto vd. GIORGIANNI F. – TARDIVO C. M., “Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari”, Giuffrè, 2012, pagg. 661 ss..

*relativi corrispettivi devono considerarsi imponibili all'imposta sul valore aggiunto con l'aliquota ordinaria posto che per espressa menzione legislativa tali prestazioni sono escluse dal regime di esenzione dal tributo”.*

#### *4.3.5 Un'ulteriore eccezione: la gestione individuale di portafogli*

Da un ulteriore confronto tra il n. 4), del comma 1, dell'art. 10, del DPR n. 633/1972 e il disposto di cui alla lett. f), del paragrafo 1, dell'art. 135, della Direttiva IVA emerge che la disposizione italiana prevede espressamente, tra le eccezioni al regime di esenzione da IVA, oltre alla custodia e all'amministrazione dei titoli, il servizio di gestione individuale di portafogli, mentre quella comunitaria individua le esenzioni con un generico riferimento alle operazioni, compresa la negoziazione, relative a titoli, con le sole eccezioni (esplicite) rappresentate dalla custodia e dalla gestione.

Si tratta, anche in questo caso, di una divergenza “letterale” conseguente alla decisione della Corte di Giustizia UE nella causa C-44/11 che ha spinto il legislatore nazionale a modificare la normativa interna e a prevedere, esplicitamente, l'esclusione dal regime di esenzione per le operazioni in esame.

A partire dal 1° gennaio 2013, quindi, il servizio di gestione individuale di portafogli deve essere assoggettato a IVA con aliquota ordinaria (art. 1, comma 520 della L. 228/2012 - Legge di Stabilità 2013).

Con le modifiche apportate dalla Legge di stabilità 2013 è venuto meno anche il regime di esenzione da IVA di cui all'art. 10, comma 1, n. 9), del DPR 633/72 relativo alle prestazioni di mandato,

## Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento

mediazione e intermediazione quando hanno ad oggetto il servizio di gestione individuale di portafogli<sup>273</sup>.

In correlazione con il nuovo regime fiscale, l'art. 1, comma 520, lett. b), della Legge di stabilità 2013 ha modificato l'art. 36, terzo comma, del DPR n. 633 del 1972, concernente l'applicazione separata dell'imposta.

In particolare, in base alla nuova formulazione di quest'ultima disposizione, possono optare per l'applicazione separata dell'imposta (c.d. separazione facoltativa) *“i soggetti che svolgono sia il servizio di gestione individuale di portafogli, ovvero prestazioni di mandato, mediazione o intermediazione relative al predetto servizio, sia attività esenti dall'imposta ai sensi dell'articolo 10, primo comma”*.

In virtù dell'opzione per l'applicazione separata dell'imposta, i soggetti che svolgono entrambe le tipologie di attività possono, quindi, detrarre l'IVA relativa agli acquisti sostenuti per l'esercizio dell'attività (imponibile) di gestione individuale di portafogli<sup>274</sup>.

### **4.4 Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento**

Dopo aver inquadrato, in termini generali, le operazioni finanziarie (per la parte che a noi interessa in questa sede) nell'ambito della normativa interna in materia di IVA, analizzeremo il trattamento fiscale dei singoli servizi di investimento tralasciando per il momento, come già accennato, il servizio di consulenza che verrà trattato separatamente.

---

<sup>273</sup> Cfr. la Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 12/E del 2013. Come evidenziato in dottrina, *“per effetto di tale ultima modifica, i corrispettivi per i servizi di promozione delle gestioni individuali (GPM e GPF) percepiti (o fatturati) dal collocatore a decorrere dal 1° gennaio 2013 vanno assoggettate ad Iva con l'aliquota ordinaria. Le nuove disposizioni coinvolgono infatti anche le commissioni riconosciute dal gestore (ad esempio, la SGR) e percepite dai collocatori e dai promotori (ad esempio, gli istituti di credito ed i promotori finanziari) del servizio presso la clientela”*. DE GIORGI D., op. cit.

<sup>274</sup> Cfr. Circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 12/E del 2013, Cap. IV, par. 5.

Alla luce di quanto finora esposto e sulla base di quanto emerso dalle analisi già svolte con riferimento alla normativa di matrice comunitaria, interpretata alla luce delle sentenze della Corte di Giustizia UE, la maggior parte dei servizi di investimento cc.dd. esecutivi possono farsi rientrare nel novero delle prestazioni di cui al n. 9), dell'art. 10, del DPR n. 633/1972.

Si fa riferimento, in particolare, a tutte le fattispecie in cui il servizio di investimento (quale l'esecuzione di ordini per conto dei clienti o la ricezione e trasmissione di ordini) si presenta, utilizzando ancora una volta le parole del giudice comunitario, come *“un'attività fornita da un intermediario che non occupa il posto di una parte in un contratto relativo ad un prodotto finanziario e la cui attività è diversa dalle prestazioni contrattuali tipiche fornite dalle parti di un siffatto contratto”*.

Più in particolare, si fa riferimento alle ipotesi in cui il servizio di investimento viene *“reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest'ultima come distinta attività di mediazione”* e la cui finalità è quella *“di fare il necessario perché due parti concludano un contratto”* senza che l'intermediario abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso.

Si rinvia, quindi, a tutto quanto già esposto nel capitolo III e alle conclusioni ivi raggiunte.

Anche il servizio di negoziazione in conto proprio può essere fatto rientrare, in generale, nel regime delle esenzioni. Tuttavia, per i ragionamenti fatti trattando della normativa comunitaria tale servizio, nella maggior parte dei casi (in cui la funzione svolta dall'intermediario viene remunerata, non attraverso una commissione, bensì con i risultati economici dell'operazione stessa), non può essere ricondotto al novero



## Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento

delle prestazioni di cui al n. 9), del comma 1, dell'art. 10, del DPR n. 633/1972, bensì a quelle di cui al n. 4).

Si verte, infatti, nell'ambito delle *“operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna capitale proprio”* che, pertanto, danno luogo a negozi giuridici atti a *“creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli”* (di cui l'intermediario è parte) e, quindi, a modificare *“la situazione giuridica e finanziaria delle parti”*.

Nell'ipotesi piuttosto remota in cui l'intermediario applichi anche una commissione di negoziazione, invece, la sua prestazione (di intermediazione, appunto) non avrebbe i requisiti individuati dalla giurisprudenza comunitaria per essere ricondotta nell'ambito delle prestazioni di cui al n. 9), del comma 1, dell'art. 10. L'intermediario, infatti, non ha solo un interesse contrapposto a quello del cliente, bensì occupa il ruolo di una parte in un contratto relativo ad uno o più prodotti finanziari.

Si ritiene, pertanto, che l'eventuale commissione di negoziazione debba essere assoggettata ad IVA.

Anche per il servizio di *“collocamento”* si rinvia a tutto quanto già ampiamente esaminato con riferimento alla normativa di matrice comunitaria.

In particolare, tralasciando l'operazione tra emittente e collocatore in quanto, non rientrando tra i servizi di investimento, il suo trattamento fiscale esula dallo scopo del presente lavoro ed escludendo le ipotesi in cui il collocatore non sia remunerato dal cliente bensì solo dall'emittente (o da altro soggetto) si può ritenere che, anche secondo la disposizione italiana interpretata alla luce della giurisprudenza europea, la fattispecie del collocamento con *“assunzione a fermo”* dia luogo a

negozi giuridici atti a “*creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*” e a modificare “*la situazione giuridica e finanziaria delle parti*” e che, quindi, possa essere fatta rientrare nel campo delle esenzioni da IVA ai sensi del n. 4), del comma 1, dell’art. 10, del DPR n. 633/1972<sup>275</sup>.

Quanto, poi, alle altre due fattispecie rappresentate dal collocamento con “*impegno irrevocabile*” e dal “*mero collocamento*”, in cui l’intermediario collocatore svolge una funzione di promozione prima e di ricezione e trasmissione di ordini a favore dell’emittente poi, come si è già avuto modo di evidenziare, non costituiscono di per sé operazioni esenti; l’intermediario, infatti, non conclude, in nome dell’emittente, le operazioni (di sottoscrizione) richieste dai clienti investitori, ma trasmette gli ordini all’emittente stesso.

Dall’altro lato, tuttavia, le suddette prestazioni possono farsi rientrare tra quelle di “*mandato, mediazione e intermediazione*”, in considerazione del fatto che l’intermediario rende un servizio ad una parte contrattuale remunerato quale distinta attività di mediazione, la cui finalità è quella di fare il necessario perché due parti concludano un contratto, senza avere un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso.

Infatti, la disciplina dettata dalla normativa di matrice comunitaria prima e dal TUF poi, con riferimento al rapporto tra intermediario e cliente, fa sì che l’interesse del primo non prevalga su quello del secondo consentendo di superare eventuali eccezioni circa la sussistenza del requisito della “*terzietà*” in capo al collocatore.

Sulla base della lettura che si è inteso dare, in questo lavoro, alla Direttiva IVA (e, quindi, alla normativa interna di recepimento della stessa), alla luce della normativa dettata in materia di mercati finanziari

---

<sup>275</sup> Così come avviene nel caso del servizio di negoziazione per conto proprio (v. *supra*).

## Il trattamento ai fini IVA dei singoli servizi di investimento

(il TUF, nel caso di specie), pare abbastanza logico concludere che il servizio in esame, nelle declinazioni sia del collocamento con “*impegno irrevocabile*” che del “*mero collocamento*” di strumenti finanziari, possa essere ricondotto nel concetto di “negoiazione” e, quindi, tra i servizi esentati dall’IVA ai sensi dell’art. 10, comma 1, n. 9), del DPR 633/1972.

Passando, infine, alle gestioni individuali di portafoglio, la modifica normativa apportata all’art. 10, comma 1, n. 4), del DPR n. 633/1972 ha posto fine alla prassi seguita dagli intermediari italiani prevedendone espressamente l’assoggettamento ad IVA.

Antecedentemente al 2013, infatti, il disposto di cui al citato n. 4), apparentemente in linea (da un punto di vista puramente letterale) con quello di cui alla lett. f), del par. 1, dell’art. 135, della Direttiva, veniva interpretato in senso ampio, facendo rientrare nel campo delle esenzioni anche i corrispettivi derivanti dalla prestazione del servizio in esame.

Con riferimento a tale servizio, quindi, la mancanza tanto nella normativa europea quanto in quella nazionale in materia di IVA di una chiara definizione dei termini con cui sono state designate le esenzioni e l’assenza di coordinamento con la normativa di settore (quello finanziario, nel caso di specie) si sono fatte maggiormente sentire, anche a causa della maggiore complessità del servizio stesso. Ciò ha determinato il ricorso a prassi differenziate all’interno dei singoli Stati membri<sup>276</sup>.

Nel paragrafo successivo si farà un rapido cenno all’approccio adottato in alcuni dei principali Paesi europei nel recepire la normativa

---

<sup>276</sup> Al riguardo l’Avvocato Generale Sharpston, nelle conclusioni alla citata causa *Deutsche Bank*, ha evidenziato che “*la prassi varia considerevolmente da uno Stato membro all’altro, con effetti deleteri per l’armonizzazione del sistema comune dell’IVA e per la concorrenza dell’UE*” (par. 38).

IVA in materia di servizi di investimento (in contrapposizione a quello italiano finora descritto).

#### **4.5 I servizi di investimento in alcuni dei principali Paesi europei**

L'analisi delle principali norme nazionali di recepimento della Direttiva IVA relativamente ai servizi di investimento in alcuni dei principali Stati europei (con riferimento al settore finanziario) e, in particolare, Regno Unito<sup>277</sup>, Germania e Irlanda, ha messo in evidenza approcci alquanto differenziati.

In termini generali, il Regno Unito ha adottato un approccio finalizzato a garantire maggiore certezza agli operatori interni, definendo il trattamento fiscale per ciascuna delle principali categorie di servizi di investimento. La Germania ha, invece, adottato un approccio più simile a quello italiano, utilizzando una norma di portata più ampia che, però, lascia maggiore spazio a dubbi e ad interpretazioni differenziate. In una posizione intermedia si pone, invece, l'Irlanda.

Al di là, poi, di un allineamento meramente formale alla normativa comunitaria, nella prassi sono stati riscontrati scostamenti sostanziali che riflettono la mancanza di coordinamento a livello europeo e, soprattutto, l'assenza di un'interpretazione chiara e univoca della disciplina europea in materia di IVA.

Entrando nel dettaglio delle singole norme di recepimento, il Regno Unito<sup>278</sup>, con il *Value Added Tax Act* del 1994, ha scelto di definire i servizi esenti rinviando all'elenco fornito in un Allegato al medesimo documento<sup>279</sup>.

---

<sup>277</sup> Si fa riferimento al periodo in cui il Regno Unito era ancora parte dell'UE.

<sup>278</sup> Cfr. IBFD – Tax Research Platform, “*United Kingdom - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions*” (Last Reviewed: 13 March 2020).

<sup>279</sup> Si tratta, in particolare, dell'Allegato 9.

Il Gruppo 5 “*Finance*” di tale Allegato, ai numeri 5A. e 6., fa riferimento all’emissione, la compravendita e qualsiasi altra transazione relativa a titoli<sup>280</sup>.

La norma, di portata abbastanza ampia, sembra allineata al dettato della Direttiva IVA.

Con il “*VAT Notice 701/49: Finance*”, poi, il Regno Unito ha fornito indicazioni più chiare e precise circa il corretto trattamento ai fini IVA dei principali servizi finanziari al fine di assicurare maggiore certezza agli operatori (quantomeno nel mercato interno).

Secondo quanto evidenziato nel suddetto documento, ad esempio, il servizio di collocamento di strumenti finanziari e i servizi più puramente esecutivi (tra cui il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti) sono esplicitamente esenti ai fini IVA.

Quantomeno nella propria normativa interna, quindi, il Regno Unito ha tentato quel coordinamento tra la disciplina fiscale e quella finanziaria di cui abbiamo discusso e che abbiamo auspicato anche a livello europeo.

---

<sup>280</sup> Per titoli, in particolare, si intende:

(a) *shares, stocks, bonds, notes (other than promissory notes), debentures, debenture stock or shares in an oil royalty; or*

(b) *any document relating to money, in any currency, which has been deposited with the issuer or some other person, being a document which recognizes an obligation to pay a stated amount to bearer or to order, with or without interest, and being a document by the delivery of which, with or without endorsement, the right to receive that stated amount, with or without interest, is transferable; or*

(c) *any bill, note or other obligation of the Treasury or of a government in any part of the world, being a document by the delivery of which, with or without endorsement, title is transferable, and not being an obligation which is or has been legal tender in any part of the world; or*

(d) *any letter of allotment or rights, any warrant conferring an option to acquire a security included in this item, any renounceable or scrip certificates, rights coupons, coupons representing dividends or interest on such a security, bond mandates or other documents conferring or containing evidence of title to or rights in respect of such a security; or*

(e) *units or other documents conferring rights under any trust established for the purpose, or having the effect of providing, for persons having funds available for investment, facilities for the participation by them as beneficiaries under the trust, in any profits or income arising from the acquisition, holding, management or disposal of any property whatsoever.*

Ciononostante, la prassi dell'Amministrazione Finanziaria e la giurisprudenza del Regno Unito hanno spesso dimostrato una certa riluttanza nel riconoscere le esenzioni IVA alla fornitura di alcuni servizi, soprattutto nelle ipotesi di servizi suddivisi in più prestazioni, anche all'indomani della già più volte menzionata causa *SDC*<sup>281</sup>.

Quanto al servizio di gestione di portafogli, sul quale le divergenze tra i vari Stati membri sono ancora più evidenti<sup>282</sup>, nel Regno Unito viene assoggettato ad IVA, fatta eccezione per le commissioni eventualmente richieste con riferimento alle singole transazioni (in acquisto o in vendita) nell'ambito dell'esecuzione degli ordini, che sono esenti da IVA a condizione che di volta in volta vengano fatturate separatamente<sup>283</sup>.

Passando alla Germania, l'art. 4, par. 8, lettere e) e h), dell'*Umsatzsteuergesetz* (UStG) del 2005 (legge tedesca relativa all'imposta sulla cifra d'affari)<sup>284</sup> prevede l'esenzione da IVA, tra le altre, delle operazioni, compresa la negoziazione, eccettuate la custodia e la gestione, relative a titoli.

---

<sup>281</sup> Si vedano, ad esempio, i casi *FDR Ltd e CSC*. Sul punto vd. MENNER S. – HERRMANN H., op. cit..

<sup>282</sup> Antecedentemente alla decisione *Deutsche Bank*, infatti, diversi Paesi dell'UE avevano adottato l'approccio di considerare quantomeno le operazioni relative alla compravendita di titoli esenti da IVA; altri, invece, avevano ritenuto l'intero servizio esente dall'IVA. Tale ultima possibilità, tra l'altro, era stata proposta dalla Presidenza spagnola a febbraio 2010 nell'ambito delle negoziazioni sulla proposta di modifica della Direttiva IVA e del relativo Regolamento attuativo con riferimento al trattamento fiscale dei servizi finanziari e assicurativi, "*Working Party on Tax Questions - Indirect Taxation (VAT)*". La proposta fu tuttavia abbandonata. Sul punto vd. WERSAND F. – CAZES S., "*European Union – EU VAT and the Conundrum of Financial Investments*". *International VAT Monitor*, 2013 (Vol. 24), No. 2, IBFD. Secondo quanto evidenziato dagli autori, "*the Presidency proposed to exempt discretionary asset management services and justified that exemption by pointing out that the services go beyond mere advisory services and also comprise transactions involving securities to the effect of altering the parties' rights and obligations within the meaning of the ECJ's judgment in CSC*". Altri Stati membri avevano proposto per l'assoggettamento al tributo.

<sup>283</sup> Cfr. VATFIN5800 – VAT Finance Manual – HMRC internal manual, rinvenibile all'indirizzo <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/vat-finance-manual/vatfin5800>.

<sup>284</sup> Cfr. IBFD – Tax Research Platform, "*Germany - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions*" (Last Reviewed: 17 February 2020).

## I servizi di investimento in alcuni dei principali Paesi europei

La disposizione è allineata a quella delle Direttiva IVA. All'indomani della decisione della Corte di giustizia europea nella causa *SDC*, tuttavia, il Ministero Federale delle Finanze ha emanato istruzioni amministrative che evidenziavano un approccio divergente rispetto all'interpretazione fornita dai giudici di Lussemburgo.

A mero titolo esemplificativo, il Ministero ha escluso che le transazioni elettroniche (relative ai pagamenti) possano qualificarsi per l'esenzione<sup>285</sup>, così come ha riconosciuto importanza ai vincoli contrattuali tra il prestatore e il destinatario del servizio<sup>286</sup>, nonostante la Corte avesse escluso la rilevanza di tali aspetti ai fini della qualificazione di un'operazione come esente.

Tale documento ha dato luogo a divergenze anche all'interno dello stesso territorio tedesco, tra l'Amministrazione Finanziaria e la giurisprudenza maggiormente orientata, invece, verso l'interpretazione fornita dai giudici europei<sup>287</sup>.

Quanto al servizio di gestione individuale di portafogli, anche la normativa tedesca, come d'altronde la Direttiva IVA,<sup>288</sup> lo richiama espressamente. Conseguentemente, in un contesto normativo

---

<sup>285</sup> Al riguardo la Corte, nella causa *SDC*, aveva evidenziato che *“la maniera concreta di effettuazione del servizio, elettronica, automatica o manuale, non ha nessuna incidenza sull'applicazione dell'esenzione. Le disposizioni di cui trattasi non pongono infatti nessuna distinzione al riguardo”* (par. 37).

<sup>286</sup> Così come sosteneva, d'altronde, lo *Skatteministeriet* danese nella causa *SDC*. Al riguardo, però, la CGE aveva statuito che *“l'identità del prestatore e del destinatario del servizio è irrilevante per quanto concerne l'applicazione delle disposizioni di cui trattasi, salvo nei casi in cui queste ultime riguardino servizi che, per loro natura, sono forniti ai clienti degli istituti di credito”* (par. 48). Inoltre, con riferimento specifico alla *SDC*, *“I vincoli contrattuali tra la banca e il suo cliente non sminuiscono il ruolo del centro d'informatica. Infatti, è su questi vincoli che si fonda il diritto del cliente di fare eseguire le operazioni, persino se queste ultime sono fatturate come servizi forniti alla banca e modificano parimenti la situazione economica della banca”* (par. 55). *“Per di più, se l'art. 13, parte B, lett. d), punto 3, della sesta direttiva avesse ad oggetto unicamente il servizio che un ente di credito fornisce al cliente finale, potrebbero godere dell'esenzione solo determinati atti fra quelli che compongono un'operazione di giroconto. Una simile interpretazione limiterebbe l'esenzione in un modo che non trova appigli nel dettato della disposizione di cui trattasi. Infatti quest'ultimo non limita l'esenzione al detto rapporto ed è tanto ampio da includere i servizi forniti da operatori diversi dalle banche e destinati a persone diverse dai loro clienti finali”* (par. 56).

<sup>287</sup> Sul punto vd. MENNER S. – HERRMANN H., op. cit..

caratterizzato dall'assenza di una chiara definizione circa il significato dell'espressione "operazioni relative a titoli" e dalla mancanza, nel periodo antecedente la sentenza nella causa C-44/11, di interventi interpretativi aventi ad oggetto specificatamente le gestioni individuali di portafoglio<sup>288</sup>, la prassi di mercato si è orientata verso un'interpretazione estensiva della norma.

La dottrina, d'altronde, considerava il servizio di gestione di portafoglio equiparabile a quello di gestione collettiva, esente da IVA ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. g), della Direttiva IVA, come recepito dall'art. 4, par. 8, lettera h), dell'*UStG*<sup>289</sup>.

Un'evidenza in questo senso viene proprio da *Deutsche Bank* la quale, secondo quanto emerge dagli atti della causa C-44/11 e, in particolare, dalla dichiarazione presentata per l'anno 2008, classificava le prestazioni relative alla gestione individuale di portafoglio come esenti da IVA ai sensi del suddetto art. 4, par. 8, dell'*UStG*, quando rese a favore di investitori in Germania o all'interno dell'UE e come non imponibili ai sensi dell'art. 3, par. 4, punto 6, lett. a), quando rese a favore di investitori situati altrove.

In Germania, tuttavia, a differenza di quanto avveniva in altri Paesi, il Ministero federale delle Finanze aveva emanato, già in data 9 dicembre 2008, istruzioni amministrative<sup>290</sup> con cui aveva evidenziato, tra l'altro, che la prestazione di «gestione patrimoniale», unitariamente intesa, è imponibile e che l'esenzione di cui all'art. 4, par. 8, lettera e),

---

<sup>288</sup> Si ribadisce, anzi, che la Corte Federale delle Finanze tedesca (BFH) sosteneva che il servizio in esame fosse esente da IVA proprio sulla base di quanto statuito dalla Sezione 4(8)(e) dell'*UStG* a seguito di una decisione della Corte stessa dell'ottobre 2007 (vd. *supra* cap. III.3.5.2).

<sup>289</sup> Sul punto vd. WERSAND F. – CAZES S., op. cit.. Sempre secondo tale orientamento, in alcuni casi i diversi servizi di cui si compone la prestazione di gestione di portafogli andavano considerati separatamente, individuando cioè i servizi esenti da IVA ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. f) (tra cui i servizi di negoziazione) e quelli assoggettati, invece, al tributo (e, cioè, i servizi di gestione e di consulenza).

<sup>290</sup> Non vincolante per i tribunali. Tutto ciò emerge dagli atti della causa *Deutsche Bank*.



## I servizi di investimento in alcuni dei principali Paesi europei

dell'USStG non si applica, in quanto tale servizio non rientra fra le operazioni agevolate ai sensi delle summenzionate disposizioni.

Sebbene tali istruzioni non fossero legalmente vincolanti, erano chiare le indicazioni dell'Amministrazione finanziaria tedesca circa il corretto trattamento IVA delle prestazioni di gestione del portafoglio<sup>291</sup>. L'Amministrazione, quindi, ha contestato l'approccio adottato da *Deutsche Bank* la quale ha proposto ricorso al *Bundesfinanzhof*<sup>292</sup> e ne è derivata la causa davanti alla Corte di Giustizia UE sulla cui evoluzione ci siamo già a lungo soffermati.

Formalmente allineata alla normativa comunitaria è anche quella irlandese il cui *Value-Added Tax Consolidation Act 2010* (c.d. VATCA 2010) e, in particolare, la parte 6, cap. 2, art. 52 e il relativo Allegato 1<sup>293</sup>, prevedono l'esenzione, tra le altre attività, delle seguenti:

a) emissione, trasferimento o negoziazione di azioni, obbligazioni e altri titoli (ad eccezione delle nuove emissioni di azioni, obbligazioni o altri titoli per la raccolta di capitali e dei titoli rappresentativi di merci);

(b) organizzazione o sottoscrizione di emissioni di azioni, obbligazioni e altri titoli (diversi dai titoli rappresentativi di merci).

Come si può notare, anche in questo caso manca qualsiasi riferimento al servizio di gestione individuale di portafoglio.

Al riguardo, l'Amministrazione Finanziaria irlandese, prima della decisione della Corte UE nella causa *Deutsche Bank*, aveva ritenuto che, essendo tale servizio composto da diversi elementi

---

<sup>291</sup> Sul punto vd. TEDESCHI G., "Il trattamento IVA delle prestazioni di gestione individuale del portafoglio", in DFA – Diritto e Fiscalità dell'Assicurazione, Giuffrè, n. 1, 2013, Parte Seconda, pag. 62.

<sup>292</sup> La Corte federale delle finanze tedesca.

<sup>293</sup> Cfr. IBFD – Tax Research Platform, "Ireland - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions" (Last Reviewed: 20 February 2020). Il VATCA 2010 è disponibile all'indirizzo <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2010/act/31/enacted/en/html>.

separati, nelle ipotesi in cui le diverse attività svolte dal gestore fossero state identificabili, sarebbe stato possibile trattare ciascuna di esse separatamente ai fini IVA. Ciò a condizione che esistesse un contratto avente ad oggetto i servizi di gestione e che:

(i) gli elementi separati fossero chiaramente identificabili nel contratto stesso,

(ii) i criteri di ripartizione della commissione di gestione fra le diverse attività fossero adeguati e

(iii) le attività in questione fossero effettivamente svolte.

Tale approccio è stato abbandonato all'indomani della sentenza *Deutsche Bank* per tutti i servizi di gestione di portafogli caratterizzati dal pagamento di una commissione omnicomprensiva corrisposta su base periodica.

Riepilogando, quindi, con particolare riferimento al servizio di gestione individuale di portafogli, sul quale si sono concentrati i maggiori dubbi in termini di trattamento ai fini IVA, la prassi di mercato italiana *ante* sentenza *Deutsche Bank*, in mancanza di qualsiasi indicazione da parte dell'Amministrazione Finanziaria, era quella di considerarlo del tutto esente ai sensi dell'art. 10, comma 1, n. 4), del DPR n. 633/1972.

Nel Regno Unito, invece, anche *ante* sentenza *Deutsche Bank*, il servizio in esame era assoggettato ad IVA.

Quanto alla Germania, benché l'Amministrazione Finanziaria avesse fornito (sia pure in concomitanza con il caso *Deutsche Bank*) un'esplicita interpretazione con cui riteneva il servizio in esame imponibile ai fini IVA, gli operatori di mercato avevano continuato a considerarlo esente ai sensi dei menzionati articoli dell'UStG.

Completamente differente l'approccio adottato dall'Amministrazione Finanziaria irlandese, la quale aveva considerato il servizio di gestione di portafogli come un insieme di più servizi da trattare separatamente ai fini del tributo.

Tra gli altri Paesi europei, il servizio di gestione individuale di portafogli era considerato soggetto ad IVA, anche prima della sentenza della Corte di giustizia, in Lussemburgo e in Belgio, mentre era considerato esente, ad esempio, in Finlandia<sup>294</sup>.

Emerge, quindi, in maniera evidente, come l'assenza di coordinamento normativo a livello europeo e la mancanza di una chiara e univoca interpretazione dei termini con cui sono state designate le esenzioni, possa determinare (e, di fatto, ha determinato) una differente applicazione della normativa IVA ai servizi finanziari nei diversi Stati membri, contribuendo a far aumentare l'incertezza tra gli operatori oltre che i rischi di ripercussioni negative sia sul gettito che, soprattutto, sulla concorrenza all'interno del mercato unico.

Ciò conduce a risultati diametralmente opposti rispetto agli obiettivi stessi della Direttiva IVA, come di volta in volta richiamati dalla Corte di giustizia, rappresentati dalla necessità di garantire la certezza del diritto e la corretta e semplice applicazione delle esenzioni<sup>295</sup>.

### ***4.6 I modelli di business e la variabile fiscale***

---

<sup>294</sup> Sul punto vd. TEDESCHI G., op. cit., pag. 63.

<sup>295</sup> Nella sentenza 9 ottobre 2001, causa C-108/99, *Cantor Fitzgerald*, ad esempio, la Corte ha ricordato che “*scopi del sistema dell’IVA [sono quelli di] di garantire la certezza del diritto e la corretta e semplice applicazione delle esenzioni di cui all’art. 13 della sesta direttiva*” (punto 33). Nello stesso senso v. anche la sentenza 26 giugno 2003, causa C-305/01, *MKG*, punto 64. Su tale aspetto cfr. AMAND C., “*European Union – The limits of the EU VAT exemption for financial services*” cit..

Nel presente paragrafo verrà condotta un'analisi dei principali modelli di *business* adottati in Italia dagli intermediari finanziari, al duplice fine di:

1. inquadrare le concrete modalità organizzative adottate nella prestazione dei singoli servizi di investimento e, in particolare, del servizio di consulenza, che potranno risultare particolarmente utili per tutte le considerazioni che si faranno nel capitolo V;
2. evidenziare i principali effetti fiscali che potrebbero conseguire ai diversi modelli di *business*.

### 4.6.1 Principali modalità organizzative adottate dagli intermediari

Gli operatori legittimati alla prestazione dei servizi di investimento sul territorio italiano, come si è già avuto modo di evidenziare, sono sostanzialmente suddivisibili in due macro categorie, quelli bancari e quelli non bancari<sup>296</sup>.

Nell'analisi dei principali modelli di *business*<sup>297</sup> adottati in Italia all'indomani dell'entrata in vigore della normativa di matrice MiFID ci si focalizzerà principalmente sulle banche italiane e le Sim, unici soggetti (italiani) che possono essere autorizzati a prestare tutti i servizi

---

<sup>296</sup> In realtà, si può individuare ad un estremo il modello delle banche consulenti e distributrici di prodotti finanziari che, nel nostro Paese, è fortemente radicato e, all'altro estremo, quello dei consulenti indipendenti. Sul punto vd. anche NICOLINI G. – MAZZOLI C., “*Il pricing della consulenza in materia di investimento in Italia*” in Economia e diritto del terziario, 2010, Franco Angeli. Con tale lavoro gli autori presentano i risultati di una verifica empirica condotta sul mercato italiano al fine di individuare le logiche di formazione e le strutture di *pricing* della consulenza. Essi evidenziano come “*il rapporto tra consulenza e distribuzione di prodotti e servizi finanziari è un tema centrale della letteratura in materia di financial advisory. Da esso segue la distinzione tra consulenti indipendenti e consulenti legati alla distribuzione*”.

<sup>297</sup> Ovvero modelli di servizio. Con tale terminologia, in questa sede, si intende le modalità con cui l'intermediario organizza la prestazione dei servizi di investimento e, di conseguenza, la propria struttura interna.

di investimento, oltre che sui consulenti finanziari (sia persone fisiche che società)<sup>298</sup>.

La scelta del modello di *business* da adottare incide sul processo organizzativo che l'intermediario deve porre in atto e che in estrema sintesi, onde evitare eccessive digressioni verso tematiche che richiederebbero lunghi e complessi approfondimenti, riguarda i seguenti aspetti:

- processo di pianificazione strategica<sup>299</sup> e operativa<sup>300</sup>;
- *governance* dei prodotti<sup>301</sup> e, in particolare, individuazione dei relativi mercati di riferimento<sup>302</sup> e delle strategie distributive<sup>303</sup>;

---

<sup>298</sup> Le banche, in particolare, possono prestare i servizi di investimento anche attraverso consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (*ex* promotori finanziari). Preme evidenziare al riguardo che i consulenti finanziari devono essere iscritti in un Albo Unico tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (c.d. OCF) che è costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, dei consulenti finanziari autonomi, delle società di consulenza finanziaria e dei soggetti abilitati. Secondo quanto stabilito dall'art. 31, comma 4, del TUF, infatti, "È istituito l'albo unico dei consulenti finanziari, nel quale sono iscritti in tre distinte sezioni i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria". Il suddetto comma 4, in particolare, è stato così modificato dall'art. 1, comma 37, della L. n. 208 del 28.12.2015 che ha così disposto: "L'albo unico dei promotori finanziari di cui all'articolo 31, comma 4, del decreto legislativo n. 58 del 1998 assume la denominazione di «albo unico dei consulenti finanziari»". La medesima disposizione ha anche ridefinito le figure professionali del promotore finanziario e del consulente finanziario introducendo, nel nostro ordinamento, la nozione di "consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede" in luogo di quella di "promotore finanziario" e di "consulente finanziario autonomo" in luogo di quella di "consulente finanziario" (oltre che di "albo unico dei consulenti finanziari" in luogo di quella di "albo unico dei promotori finanziari"). In definitiva, l'attività di consulenza può oggi essere esercitata dai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (*ex* promotori finanziari), dai dipendenti degli intermediari autorizzati alla consulenza (non iscritti all'albo dei consulenti finanziari) e da privati professionisti rappresentati dai consulenti finanziari autonomi o dalle società di consulenza finanziaria. Per maggiori dettagli circa le modalità operative del servizio di consulenza e le norme di comportamento dei soggetti abilitati si rinvia al contenuto dei relativi regolamenti Consob e, in particolare, del Regolamento Intermediari (già citato) e del Regolamento Consulenti (n. 17130 del 2010).

<sup>299</sup> Di carattere pluriennale, volta a tracciare le linee guida dell'azione commerciale dell'intermediario nonché gli obiettivi previsti.

<sup>300</sup> Di carattere annuale, rappresentata dai bilanci previsionali e dai *budget* commerciali.

<sup>301</sup> Tanto per i cc.dd. "produttori" (*product governance* del produttore) quanto per i cc.dd. "distributori" (*product governance* del distributore). Su tali aspetti, si rinvia all'art. 24, par. 2, della MiFID II e agli Orientamenti dell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II, tradotti in italiano in data 5 febbraio 2018 (ESMA35-43-620 IT). Si evidenzia, al riguardo, che con la riforma del sistema di vigilanza

- mappatura dei prodotti finanziari;
- politiche di gestione dei conflitti di interesse;
- procedure per assicurare le competenze del personale coinvolto nella realizzazione o nella distribuzione dei prodotti;
- politiche retributive del personale (in termini sia di remunerazione che di incentivazione).

Sulla scelta del modello di *business* incide particolarmente la tematica della gestione dei conflitti di interessi che può portare a propendere, ad esempio, per la prestazione della consulenza in materia di investimenti in forma “indipendente” piuttosto che “non indipendente”<sup>304</sup>.

---

europeo sono state istituite tre Autorità di vigilanza europee: l'EBA (*European Banking Authority*), l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pension Authority*) e l'ESMA, appunto, che è stata istituita con Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010. Tra i poteri attribuiti a tali Autorità vi è quello di elaborare orientamenti interpretativi della normativa per le autorità nazionali. Per quanto concerne l'ESMA, detti orientamenti sono emanati ai sensi dell'art. 16 del suddetto Regolamento secondo cui “*al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci [...] e per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione, l'Autorità emana orientamenti e formula raccomandazioni indirizzate alle autorità competenti o ai partecipanti ai mercati finanziari*”. Tali orientamenti rilevano per gli intermediari in quanto, secondo quanto disposto dal medesimo art. 16, “*le autorità e i partecipanti ai mercati finanziari competenti compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni*”.

<sup>302</sup> Si tratta del c.d. *target market*, sia potenziale (definito, cioè, dal “produttore”) che effettivo (definito, cioè, dal “distributore”).

<sup>303</sup> Come evidenziato in dottrina, con la Direttiva MiFID II “*l'esigenza di protezione [dell'investitore, n.d.r.] non viene più solo proiettata al momento della distribuzione finale dello strumento finanziario al singolo investitore (c.d. point of sale), ma – sulla base della nuova regola di product governance – è anticipata sin dal momento dell'ideazione, della produzione dello strumento finanziario e per tutto il ciclo di vita dello stesso, ascrivendo alle imprese di investimento produttrici e a quelle distributrici, con diversa accentuazione, gli obblighi di verificare che i prodotti da loro concepiti e distribuiti siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (target market) e che le strategie di distribuzione siano articolate in coerenza con i bisogni degli investitori destinatari dei servizi*”. De Mari M., op. cit., pagg. 4 ss..

<sup>304</sup> Preme evidenziare al riguardo che non si tratta di due distinti servizi di consulenza in materia di investimenti, bensì di due diverse modalità o livelli di servizio. La Direttiva MiFID II non fornisce una definizione di consulenza indipendente, ma solo indicazioni su come debba svolgersi per essere considerata tale. Su tale aspetto vd. DI CIOMMO F., “*La consulenza finanziaria alla luce della MIFID 2: profili giuridici*”, in Riv. Trim. Dir. Econ., 2017, pag. 39.

Tale aspetto assume, in effetti, particolare rilevanza alla luce di quanto previsto dalla nuova Direttiva MiFID II, il cui art. 24 dispone che i clienti (o potenziali clienti), oltre ad essere tempestivamente informati “*sull’impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi*”, siano anche informati, in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, “*se la consulenza è fornita su base indipendente o meno*”<sup>305</sup>.

Si tratta di una previsione ripresa anche dalla normativa domestica e, in particolare, dall’art. 24-*bis* del TUF che tratta proprio della consulenza in materia di investimenti.

Gli intermediari, quindi, devono valutare *ex ante* quale modalità di consulenza prestare e, conseguentemente, strutturare la propria organizzazione interna e le relative proposte di investimento, in modo da poter adempiere ai diversi obblighi imposti dalla normativa di riferimento.

Prima di analizzare l’approccio adottato dai diversi operatori preme evidenziare che l’offerta normalmente spazia da una forma di consulenza “base” (o “standardizzata”) a forme di consulenza più evoluta (o “personalizzata” o “avanzata”). In realtà, non esiste una vera e propria definizione di servizio di consulenza “evoluta”. Con tale termine, sul mercato, si fa generalmente riferimento a un livello di servizio superiore.

---

<sup>305</sup> In termini generali, secondo quanto previsto dal Considerando (72) della MiFID II, “*per fornire agli investitori tutte le informazioni pertinenti è opportuno prescrivere che le imprese di investimento che offrono servizi di consulenza in materia di investimenti comunichino il costo del servizio, chiariscano la base della consulenza che forniscono, in particolare la gamma di prodotti che esse considerano nel fornire raccomandazioni personalizzate ai clienti, se offrono consulenza in materia di investimento su base indipendente e se forniscono ai clienti la valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati. È inoltre opportuno che le imprese di investimento siano tenute a spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza loro fornita*”.

All'indomani dell'entrata in vigore della MiFID II la consulenza è stata sempre più orientata verso una consulenza c.d. di portafoglio finalizzata, cioè, ad analizzare l'intero portafoglio (in consulenza) del cliente, in modo da garantire un'adeguata diversificazione degli investimenti e un controllo del livello complessivo di rischio<sup>306</sup>.

La consulenza, inoltre, viene sempre più offerta a tutti i clienti in abbinamento ai servizi esecutivi, sia pur articolandola in più livelli di servizio che prevedono elementi di sofisticazione differenti.

Sono sempre più frequenti, infine, le ipotesi in cui la consulenza (soprattutto quella "avanzata"), tanto "indipendente" quanto "non indipendente", è a pagamento.

Gli operatori non bancari e, in particolare, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria<sup>307</sup> nonché, in alcuni casi, le Sim, propendono in genere per un modello di *business* fondato sulla **consulenza indipendente**.

Si tratta di una forma di consulenza remunerata a parcella (approccio c.d. "*fee only*" o "*fee based*") che vede l'investitore come unico riferimento del consulente per quanto riguarda la remunerazione<sup>308</sup>.

---

<sup>306</sup> Spesso viene preventivamente assegnato al cliente un c.d. "portafoglio modello" cui è associato un profilo di rischio-rendimento compatibile con il profilo di rischio del cliente e cui deve tendere il portafoglio reale del cliente stesso. In quest'ottica, successivamente all'attribuzione del "portafoglio modello", l'attività di consulenza è volta a modificare il portafoglio reale del cliente (nel caso in cui ne abbia già uno) per farlo tendere verso quello "modello" ovvero (nel caso in cui il cliente non abbia già un portafoglio) a costruirne uno rispettando, nel complesso, le indicazioni del "portafoglio modello".

<sup>307</sup> Ad eccezione dei consulenti abilitati all'offerta fuori sede i quali, essendo "legati" in genere ad intermediari bancari, propendono spesso per un modello fondato sulla consulenza non indipendente. Dall'altro lato, invece, i consulenti indipendenti (sia persone fisiche che organizzati in forma societaria) non sono legati contrattualmente ad alcun intermediario e, quindi, sono in grado di prestare consulenza "pura", indipendente appunto, ai propri clienti, su attivi che i clienti stessi detengono presso altri intermediari.

<sup>308</sup> Sul punto vd. NICOLINI G. – MAZZOLI C., op. cit.. Gli autori riconoscono "*la natura di consulenti indipendenti solamente a quegli intermediari che, oltre ad indicare una natura prevalentemente fee-based, non accostano alla consulenza servizi di vendita o collocamento di prodotti finanziari*". Preme evidenziare come dall'analisi condotta dagli autori sulle strutture e le



Tale modello, per le restrizioni poste dalla normativa di matrice MiFID, comporta per l'intermediario innanzitutto l'adozione di un processo di selezione finalizzato a valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti.

Tali strumenti non devono essere limitati a quelli emessi o forniti dall'intermediario stesso o da soggetti aventi con lo stesso stretti legami o rapporti legali o economici (come, ad esempio, rapporti contrattuali) tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata.

È, inoltre, necessario che l'intermediario adotti tutte le misure per assicurare il rispetto del divieto di accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari. Questi è, infatti, tenuto a rinunciare alla percezione di incentivi ovvero a restituirli integralmente ai clienti<sup>309</sup>.

---

logiche di *pricing* proposte in altri paesi sia emerso che le diversità nella struttura del sistema finanziario che distinguono i mercati anglosassoni da quelli europei “*hanno visto una diffusione della consulenza indipendente nettamente più sviluppata nei primi rispetto ai secondi. Il gap tra le due realtà porta a considerare, sotto il profilo della consulenza indipendente, i mercati anglosassoni come realtà mature, da utilizzare quali termine di paragone per un’analisi di realtà, come quella italiana, dove solo recentemente si è avviato un processo di separazione tra advising e trading.*”.

<sup>309</sup> Il Considerando (74) della Direttiva MiFID II stabilisce, infatti, che “*tutti gli onorari, le commissioni e gli altri benefici monetari pagati o forniti da un terzo debbano essere restituiti integralmente al cliente quanto prima dopo il ricevimento dei pagamenti stessi da parte dell’impresa e che quest’ultima non debba essere autorizzata a detrarre i pagamenti di terzi dalle commissioni che il cliente deve all’impresa. È opportuno che il cliente sia informato in modo adeguato e, se del caso, regolare circa gli onorari, le commissioni e gli altri benefici che l’impresa ha ricevuto in relazione ai servizi di investimento prestatogli e che gli ha trasferito. Le imprese che forniscono una consulenza indipendente o prestano un servizio di gestione del portafoglio dovrebbero anche elaborare una politica rientrante nei requisiti organizzativi volta a garantire che i pagamenti ricevuti da terzi siano assegnati e trasferiti ai clienti. Dovrebbero essere consentiti solo benefici non monetari di entità minima, a condizione che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti*”.

L'intermediario deve anche organizzarsi per poter individuare prima e comunicare chiaramente poi tutti i benefici non monetari di entità minima percepiti, che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti (e che sono esclusi dal suddetto divieto).

Quanto agli intermediari bancari<sup>310</sup>, l'offerta di consulenza indipendente richiede uno sforzo notevolmente superiore, soprattutto in considerazione dei rapporti radicati con le case prodotte che, in molti casi, fanno parte del medesimo gruppo bancario<sup>311</sup>, rendendo di fatto molto più complessa la gestione dei relativi conflitti di interesse.

Ciò giustifica il frequente ricorso alla **consulenza non indipendente** che spesso è prestata in abbinamento sistematico ai servizi di investimento cc.dd. "esecutivi"<sup>312</sup> e viene solitamente offerta a titolo gratuito.

In realtà, gli intermediari bancari offrono generalmente a tutta la clientela, indistintamente, una consulenza "base" gratuita, continuando ad incassare le provvigioni sui prodotti venduti (approccio c.d. "*commission only*")<sup>313</sup> e una consulenza più evoluta gratuita o, in alcuni casi, anche a pagamento (approccio c.d. "*fee on top*").

---

<sup>310</sup> Includendo tra questi anche i consulenti abilitati all'offerta fuori sede che, per le motivazioni già precedentemente espresse, optano in genere per un modello fondato sulla consulenza non indipendente (v. *supra*).

<sup>311</sup> Sul punto vd. ORIANI M. – ZANABONI B., "*La consulenza finanziaria*", Il Sole 24 Ore, 2011, i quali evidenziano, tra le criticità del modello, proprio la "*presenza di conflitti di interesse, legati a un processo di consulenza che indirizza prevalentemente su prodotti della casa*", oltre alla "*difficile sostenibilità economica di modelli di consulenza più articolati*" e a "*limitate competenze specialistiche e scarsa disponibilità di tempo da parte delle risorse destinate all'erogazione del servizio*".

<sup>312</sup> Si tratta, sostanzialmente, dell'esecuzione di ordini per conto dei clienti, della ricezione e trasmissione di ordini, della negoziazione in conto proprio in esecuzione di ordini dei clienti e del collocamento.

<sup>313</sup> A tal fine, viene in genere definito un c.d. "perimetro di consulenza" che comprende strumenti e prodotti finanziari su cui l'intermediario decide di fornire il servizio di consulenza. Preme

L'evoluzione verso forme di consulenza a pagamento trova giustificazione anche nelle modifiche introdotte dalla Direttiva MiFID II che, se da un lato si focalizza sull'ottimizzazione del servizio al cliente e, quindi, su una maggiore trasparenza su costi e politica di remunerazione (fattori che determinano una contrazione dei costi per i clienti e, quindi, degli utili per gli intermediari), dall'altro spinge gli intermediari verso livelli superiori di personalizzazione del servizio e, conseguentemente, anche di costo per il produttore e di prezzo per il cliente (per compensare la suddetta contrazione degli utili)<sup>314</sup>.

Come si diceva poc'anzi, si tratta di un modello che rappresenta una modalità di gestione dei conflitti di interesse che derivano, soprattutto, dalla percezione degli incentivi dalle case prodotte. L'opzione per la consulenza non indipendente, infatti, è sostanzialmente finalizzata alla percezione di tali incentivi che vanno a remunerare, indirettamente, la prestazione del servizio (da parte di soggetti, quindi, diversi dal cliente cui il servizio stesso viene prestato).

---

evidenziare al riguardo che, in data 24 settembre 2020, la Commissione Ue ha proposto, tra l'altro, un pacchetto sul mercato unico dei capitali in cui vengono esplicitati timori che *“gli incentivi pagati dagli ideatori di prodotti d'investimento ai distributori possano creare conflitti di interesse che incidono negativamente sulla qualità e sull'obiettività dei consulenti finanziari, nonostante le salvaguardie esistenti”*. Conseguentemente, con l'azione n. 8 del Piano d'azione (contenente 16 azioni), *“la Commissione valuterà le norme applicabili nel settore degli incentivi e dell'informativa e, ove necessario, proporrà di modificare il quadro giuridico esistente affinché gli investitori al dettaglio ricevano una consulenza equa ed informazioni chiare e comparabili sui prodotti”*. Cfr. *“Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione”*, COM(2020) 590 final, reperibile all'indirizzo Internet <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0590&from=EN>. In sostanza, la Commissione Ue torna sul tema della consulenza compensata con gli *inducement* nonostante l'Esma, con il *“Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under Mifid2”* del 1° aprile 2020, avesse proposto all'Esecutivo comunitario di andare con i piedi di piombo su questo tema, tenendo conto delle specificità nazionali di alcuni paesi.

<sup>314</sup> L'introduzione dell'obbligo di invio dei rendiconti periodici su costi e oneri dei servizi di investimento prestati e dei relativi prodotti finanziari ha rappresentato un grande stimolo verso questa direzione, soprattutto in considerazione della riduzione dei costi che ne è derivata per i clienti e, quindi, della riduzione dei margini di profitto per gli intermediari (anche per i consulenti finanziari). In questo senso, molti intermediari si stanno organizzando (o lo hanno già fatto) per riuscire ad offrire un servizio più evoluto e, quindi, più adeguato alle esigenze del cliente e, soprattutto, per giustificare l'addebito di commissioni a fronte della prestazione del servizio di consulenza.

Essa comporta, obbligatoriamente, la necessità di attuare una serie di misure organizzative finalizzate ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e a dimostrare che la percezione di tali incentivi sia finalizzata alla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore, proporzionale agli incentivi stessi.

Al fine di perseguire tale obiettivo, in linea con quanto disposto dalla Direttiva di secondo livello e recepito in Italia dall'art. 53 del Regolamento Intermediari, gli operatori generalmente abbinano alla consulenza non indipendente l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non abbiano stretti legami con l'impresa di investimento, ovvero, ancor più frequentemente, la valutazione, almeno su base annuale, del persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito (c.d. "valutazione periodica di adeguatezza")<sup>315</sup>, al fine di assicurare costantemente la coerenza tra il profilo finanziario del cliente<sup>316</sup> e il suo portafoglio complessivo.

Nel caso di convivenza, infine, del **doppio modello di servizio** e, cioè, della consulenza sia indipendente che non indipendente (modello c.d. "ibrido"), è necessaria l'adozione di requisiti organizzativi e procedure di controllo finalizzati ad assicurare che le

---

<sup>315</sup> In aggiunta a quella "iniziale" (v. *supra* par. 1.2.1). Quando un intermediario effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, infatti, è tenuto a raccogliere tutte le informazioni necessarie sul cliente per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adeguati. Preme evidenziare che la valutazione di adeguatezza non sarebbe generalmente richiesta nel caso di servizi esecutivi, in mancanza di prestazione del servizio di consulenza. In genere la valutazione di adeguatezza ha carattere "bloccante", nel senso che in caso di inadeguatezza di un'operazione rispetto al profilo di rischio del cliente essa non può essere eseguita (viene bloccata, appunto) e il cliente non può perfezionarla neanche su sua esplicita richiesta, né utilizzando altri canali. Tuttavia, in caso di operatività su richiesta del cliente (e, quindi, non su proposta dell'intermediario) è generalmente sufficiente che l'intermediario indichi al cliente l'eventuale inadeguatezza dell'operazione e la sconsigli, lasciando la possibilità al cliente stesso di procedere alla conclusione dell'operazione nel caso in cui questi intenda ugualmente darvi corso.

<sup>316</sup> Come definito attraverso la compilazione del c.d. questionario di profilatura.

due modalità di erogazione del servizio siano chiaramente distinte l'una dall'altra.

Si tratta di un modello di *business* che dovrebbe interessare, almeno teoricamente, soprattutto gli intermediari bancari. In tal caso, la rete e, quindi, i consulenti finanziari, sono obbligati a scegliere quale dei due modelli adottare e a comunicarlo esplicitamente ai clienti, onde evitare di prestare nei confronti di alcuni clienti consulenza indipendente (remunerata a parcella) e, nei confronti di altri, consulenza non indipendente (percependo, quindi, incentivi).

Tra l'altro, l'art. 53 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565, al par. 3, lett. c), stabilisce che l'impresa d'investimento, oltre ad essere tenuta a predisporre *“adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischiano di incorrere in confusione circa il tipo di consulenza che ricevono”*, non consenta *“a una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente”*.

Di fatto, come detto sopra, i principali intermediari bancari optano spesso per continuare a percepire incentivi offrendo, quindi, solo la classica consulenza non indipendente, salvo alcune eccezioni.

La definizione del modello di *business* riguarda, oltre la consulenza, anche gli altri servizi di investimento che gli intermediari possono essere autorizzati a prestare.

Con riferimento ai servizi esecutivi, ad esempio, gli intermediari devono definire (e organizzarsi di conseguenza):

- quali servizi prestare (a mero titolo esemplificativo, se prestare il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti ovvero solo quello di ricezione e trasmissione di ordini);

## Capitolo IV - I servizi di investimento nel contesto italiano

- per quali strumenti e nei confronti di quale tipologia di clientela prestare i suddetti servizi (ad esempio, il servizio di negoziazione per conto proprio ovvero quello di collocamento);

- quali strategie di trasmissione ed esecuzione degli ordini adottare, in modo da rispettare gli obblighi di *best execution* imposti dalla normativa MiFID II.

Quanto, infine, al servizio di gestione di portafoglio, gli intermediari sono tenuti a valutare innanzitutto se prestare tale servizio e, poi, se prestarlo direttamente o per il tramite di un altro soggetto (eventualmente appartenente al medesimo gruppo) limitandosi, in tale ultimo caso, al mero collocamento dei servizi prestati dalla società di gestione.

Per tale servizio valgono sostanzialmente le medesime regole (maggiormente stringenti) applicabili ai fini MiFID al servizio di consulenza prestato su base indipendente.

Alla luce di tutto quanto finora esposto, quindi, diversi sono gli aspetti che ciascun intermediario è tenuto a considerare nell'organizzare la propria attività.

Tra tali aspetti vi sono anche gli effetti fiscali delle proprie scelte e, in particolare, per ciò che maggiormente interessa in questa sede, gli effetti ai fini dell'imposta sul valore aggiunto.

Da un lato, infatti, la prestazione di alcuni servizi di investimento, come si è già avuto modo di evidenziare, è esente da IVA e ciò può avere ripercussioni in termini di detraibilità dell'imposta assoluta a monte.

Dall'altro lato, le modalità in cui ciascun intermediario organizza la prestazione dei servizi di investimento, ad esempio ricorrendo

all'affidamento in *outsourcing* di alcune funzioni ad altri soggetti<sup>317</sup> oppure centralizzando tutte le funzioni al proprio interno, può comportare effetti rilevanti ai fini dell'imposta sul valore aggiunto in quanto alcune di tali funzioni potrebbero non essere considerate "operazioni relative a titoli" (bensì operazioni materiali o tecniche) e, quindi, essere assoggettate al tributo.

Nei successivi paragrafi approfondiremo tali aspetti.

### 4.6.2 Il diritto alla detrazione

Il diritto alla detrazione dell'imposta assolta a monte in relazione ai beni e/o servizi importati o acquistati nell'esercizio dell'impresa può essere esercitato dal soggetto passivo IVA qualora il costo sostenuto sia inerente all'attività ed è finalizzato a garantire l'attuazione del principio di neutralità dell'IVA nei passaggi intermedi della catena distributiva, facendo infine gravare l'onere impositivo sul consumatore finale<sup>318</sup>.

L'effettuazione di operazioni esenti (o non rientranti nel campo di applicazione dell'IVA) fa generalmente venir meno tale diritto<sup>319</sup>.

Secondo quanto stabilito dall'art. 19, comma 2, del DPR n. 633/1972, infatti, "*non è detraibile l'imposta relativa all'acquisto o all'importazione di beni e servizi afferenti operazioni esenti*" (salvo alcune eccezioni).

---

<sup>317</sup> È sempre più frequente oggi il ricorso all'esternalizzazione di alcune funzioni al fine precipuo di ridurre i costi e di focalizzarsi sul *core business*. Sempre per le stesse motivazioni è altresì frequente il ricorso a centri di servizio condivisi tra più soggetti cui ciascuno può fare riferimento a seconda delle proprie necessità.

<sup>318</sup> Per approfondimenti sul diritto alla detrazione e sui suoi sviluppi nell'ambito della giurisprudenza della Corte di giustizia UE vd. MARTON V., "*The Right to VAT Deduction and the ECJ: Towards Neutral and Efficient Taxation in the Single Market?*", Case Law Note, in INTERTAX, Volume 47, Issue 3, 2019, Kluwer Law International.

<sup>319</sup> Per approfondimenti sul tema vd. BASILAVECCHIA M., "*Aspetti della limitazione della detrazione in presenza di operazioni esenti nell'imposta sul valore aggiunto: profili sostanziali e procedurali*" in Giur. it., 1986, III, 2.

Tuttavia, nel caso in cui il contribuente eserciti (promiscuamente) sia attività che danno luogo ad operazioni che conferiscono il diritto alla detrazione sia attività che danno luogo ad operazioni esenti ai sensi dell'art. 10 del medesimo DPR n. 633/1972, il comma 5 dell'art. 19 stabilisce che il diritto alla detrazione dell'imposta spetta soltanto per la quota parte dell'IVA proporzionale all'importo relativo alla prima categoria<sup>320</sup> (c.d. *pro-rata* di detraibilità) sulla base di quanto stabilito dall'art. 19 *bis*, a meno che non si tratti di operazioni esenti occasionali<sup>321</sup>.

In sostanza, l'imposta detraibile è determinata sulla base di un *pro-rata* generale riferito, cioè, a tutta l'imposta assolta a monte (non solo a quella relativa a beni e servizi utilizzati promiscuamente). In tali casi, secondo quanto chiarito dall'Amministrazione Finanziaria con la

---

<sup>320</sup> Tali operazioni costituiscono il numeratore del rapporto, rispetto alla somma delle stesse e delle operazioni esenti (denominatore del rapporto).

<sup>321</sup> Secondo quanto evidenziato da MANDÒ G. – MANDÒ D., op. cit., pag. 536, “Come risulta dalla formulazione letterale della norma in esame, il presupposto per la sua applicabilità (e quindi dell'applicazione del *pro rata*) è quello che lo stesso soggetto svolga sistematicamente sia un'attività soggetta ad iva che una attività esente, rimanendone esclusa la ipotesi di occasionale effettuazione di operazioni esenti da parte di colui che esercita normalmente attività imponibile (o viceversa), ipotesi nella quale trova applicazione il criterio generale di cui al comma 2 dell'art. 19 (indetraibilità dell'imposta afferente operazioni esenti)”. Cfr. Circolare del Ministero delle Finanze n. 328 del 1997, par. 3.3, secondo cui “l'occasionale effettuazione di operazioni esenti da parte di un contribuente che svolge essenzialmente un'attività soggetta ad IVA (come pure l'occasionale effettuazione di operazioni imponibili, da parte di un soggetto che svolge essenzialmente un'attività esente) non dà luogo all'applicazione del *pro-rata*. In tali casi torna, naturalmente, applicabile, ai fini della determinazione dell'imposta detraibile, il criterio generale dell'utilizzazione specifica dei beni e dei servizi, con indetraibilità dell'imposta afferente i beni ed i servizi impiegati nelle operazioni esenti.”. Gli autori richiamano anche il regime in vigore precedentemente: “Il penultimo comma dell'art. 19 del decreto n. 633 del 1972 - sostituito dal D.P.R. 29 gennaio 1979, n. 24, modificato con il D.P.R. 31 marzo 1979, n. 94 - aveva introdotto con effetto dal 1° aprile 1979, il «*pro-rata generale*», previsto dall'art. 17, n. 5 della sesta direttiva, stabilendo per il suo calcolo un sistema nuovo rispetto a quello precedente e - a tal fine - disponendo che, ove il contribuente avesse effettuato anche operazioni (e cioè prestazioni e cessioni) esenti ai sensi dell'art. 10 per qualsiasi importo rispetto all'intero volume di affari, la detrazione era ridotta della percentuale corrispondente al rapporto (ossia della proporzione) fra l'ammontare delle operazioni esenti e il volume di affari dell'anno stesso”. In sostanza, “In base a tale disposizione, la percentuale di riduzione della detrazione veniva determinata, praticamente, ricorrendo ad una frazione con indicazione al numeratore delle operazioni esenti escluse dal diritto a detrazione, e al denominatore il volume di affari complessivo, con l'effetto che il soggetto che effettuava soltanto operazioni esenti non aveva diritto ad alcuna detrazione per iva sugli acquisti, poiché in tal caso la percentuale di riduzione della detrazione era raggiunta a 100 punti e veniva, quindi, a riassorbire l'intero ammontare della detrazione 100 (100%)”.



già citata Circolare ministeriale del 1997, non si deve procedere ad alcuna distinzione degli acquisti dei beni e dei servizi a seconda della loro destinazione in operazioni imponibili o in operazioni esenti<sup>322323</sup>.

Al riguardo, preme evidenziare che le modalità di detrazione dell'IVA non sono affatto armonizzate nell'ambito dell'UE e la stessa Direttiva concede la possibilità agli Stati membri di seguire approcci differenti con riferimento, ad esempio, proprio alle modalità di calcolo del *pro-rata* di detraibilità, con ovvie conseguenze sulla concorrenza nell'ambito del mercato interno.

Da un lato, infatti, tale rapporto potrebbe essere calcolato in misura proporzionale alle operazioni che conferiscono il diritto alla detrazione, come avviene in Italia sulla base dell'art. 19 *bis* che ha recepito l'art. 174 della Direttiva IVA.

Dall'altro lato, la medesima Direttiva, all'art. 173, par. 2<sup>324</sup>, stabilisce che gli Stati membri possono adottare le seguenti misure:

---

<sup>322</sup> CENTORE P., "IVA" cit., pagg. 537 ss. precisa, tuttavia, che "la destinazione parziale allo svolgimento dell'attività imponibile costituisce la condizione essenziale per l'applicazione del *pro-rata*, come si desume dall'art. 173, par. 1, della dir. 2006/112/CE nella parte cui fa riferimento ai "beni ed i servizi utilizzati dal soggetto passivo sia per operazioni che danno diritto a detrazione (...), sia per operazioni che non danno tale diritto (...)". "In pratica, il *pro-rata* resta comunque vincolato al principio di destinazione, secondo cui la detrazione è ammessa se e nella misura in cui gli acquisti sono preordinati alla realizzazione di operazioni imponibili. Anche ai fini del *pro-rata* deve pertanto sussistere un collegamento immediato e diretto tra i beni/servizi acquistati e le operazioni imponibili poste in essere, nel senso che tali acquisti devono costituire un elemento del costo che concorre, almeno parzialmente, a formare il corrispettivo dell'operazione imponibile «a valle»" (cfr. sentenze della Corte di Giustizia UE 8 giugno 2000 causa C-98/98 e 6 aprile 1995 causa C-4/94). "Ciò che quindi rileva è la natura oggettiva dell'operazione posta in essere «a valle». Di conseguenza, se il bene/servizio viene utilizzato per compiere, in via immediata e diretta, un'attività esente l'IVA resta indetraibile anche qualora lo scopo ultimo dell'operazione esente sia l'effettuazione di un'operazione imponibile. Per contro, l'acquisto del bene/servizio esclusivamente destinato al compimento di operazioni imponibili dà diritto all'integrale detrazione dell'imposta.". "I principi in esame, affermati dalla Corte UE, mettono in luce il differente trattamento previsto dalla normativa IVA italiana posto che, come ricordato, l'Amministrazione Finanziaria ha precisato che i soggetti passivi in regime di *pro-rata* applicano tale regime su tutta l'imposta assolta «a monte» e non solo su quella riferita agli acquisti «promiscui»".

<sup>323</sup> Si evidenzia al riguardo che per le imprese operanti in ambito finanziario che, a partire dal 2013, effettuano sia attività esenti che attività imponibili, è possibile optare per l'applicazione separata dell'imposta – c.d. "separazione facoltativa" - ai sensi dell'art. 36, comma 3, del DPR 633/72.

## Capitolo IV - I servizi di investimento nel contesto italiano

a) autorizzare il soggetto passivo a determinare il *pro-rata* separatamente per ciascun settore della propria attività (a condizione che siano tenute contabilità distinte per ciascun settore);

b) obbligare il soggetto passivo a determinare il *pro-rata* separatamente per ciascun settore della propria attività e a tenere contabilità distinte per ciascuno di questi settori;

c) autorizzare od obbligare il soggetto passivo ad operare la detrazione in base all'utilizzazione della totalità o di una parte dei beni e servizi (sulla base, quindi, dell'uso effettivo di beni e servizi);

d) autorizzare od obbligare il soggetto passivo ad operare la detrazione secondo la norma di cui al par. 1, primo comma (relativa a beni e servizi utilizzati sia per operazioni che danno diritto a detrazione sia per operazioni che non danno tale diritto), relativamente a tutti i beni e servizi utilizzati per tutte le operazioni ivi contemplate;

e) prevedere che non si tenga conto dell'IVA che non può essere detratta dal soggetto passivo quando essa sia insignificante.

Secondo quanto evidenziato dalla Corte di giustizia, l'art. 17, par. 5, della VI Direttiva (corrispondente all'art. 173, par. 2, della

---

<sup>324</sup> Il già citato studio di *PricewaterhouseCooper* mette in evidenza che, ai sensi dell'art. 137, par. 2, della Direttiva IVA, gli Stati membri possono accordare ai loro soggetti passivi il diritto di optare per l'imposizione delle operazioni finanziarie di cui all'art. 135, par. 1, lettere da b) a g) e che sette Stati membri (Austria, Belgio, Bulgaria, Estonia, Francia, Germania e Lituania) hanno accordato tale diritto. Tale possibilità, se nel caso dei rapporti B2B risolverebbe il problema, nel caso del B2C determinerebbe un aggravio per i consumatori finali: è, infatti, più vantaggioso per gli intermediari (bancari, nel caso di specie) non optare per la tassazione dato che tale scelta avrebbe l'effetto di ridurre il prezzo dei servizi per il cliente. Ad ogni modo, come sottolineato dallo studio, "*Since the introduction of the option to tax as well as the conditions for application of the option to tax are left to the discretion of the Member States, distortion of competition between banks in the various Member States is bound to occur. Clearly, the optional character is not in line with the fundamental principle of fiscal neutrality, which serves to attain the objective to eliminate, as far as possible, factors which may distort conditions of competition, whether at national or Community level. Indeed, as a result of the option to tax in the VAT Directive there is no level playing field in the EU banking sector. The conditions for taxing financial services differ per Member State. For example, the option to tax may be applied on a transactional basis (Germany) or per taxable person (France) or may be limited to only one type of financial services (transactions concerning payments and receipts in Belgium). In monetary terms, these differences are substantial. The fact that the option to tax has not been harmonized at a community level distorts the conditions of competition for banks.*".

Direttiva 2006/112), “è inteso a consentire agli Stati membri di tener conto delle caratteristiche specifiche proprie di talune attività dei soggetti passivi, al fine di pervenire a risultati più precisi nella determinazione della portata del diritto alla detrazione”<sup>325</sup>.

Proprio con riferimento all'Italia, infatti, la Corte UE<sup>326</sup> ha chiarito che l'art. 17, par. 5, terzo comma, lett. d), della VI Direttiva (corrispondente all'art. 173, par. 2, lett. d), della Direttiva 2006/112) e l'art. 19 sempre della VI Direttiva (corrispondente all'art. 174 della Direttiva 2006/112), devono essere interpretati nel senso che non ostano a una normativa e a una prassi nazionali che impongono a un soggetto passivo di applicare alla totalità dei beni e dei servizi da esso acquistati un *pro-rata* di detrazione basato sul volume d'affari, senza prevedere un metodo di calcolo che sia fondato sulla natura e sulla destinazione effettiva di ciascun bene e servizio acquistato e che rifletta oggettivamente la quota di imputazione reale delle spese sostenute a ciascuna delle attività tassate e non tassate.

Tralasciando ulteriori considerazioni su tali aspetti, preme in questa sede evidenziare che, in termini generali, il fatto che il peso dell'IVA possa gravare sugli intermediari (come costo, appunto) può avere diversi effetti negativi.

---

<sup>325</sup> Si veda, in tal senso, sentenze *Banco Mais*, C183/13, punto 29, *Royal Bank of Scotland*, C-488/07, punto 24, *BLC Baumarkt*, C-511/10, punti 23 e 24). Inoltre, “Risulta dalle suesposte considerazioni che, alla luce, in primo luogo, del disposto dell'articolo 17, paragrafo 5, terzo comma, lettera c), della sesta direttiva, in secondo luogo, del contesto nel quale si colloca tale disposizione, in terzo luogo, dei principi di neutralità fiscale e di proporzionalità e, in quarto luogo, della finalità dell'articolo 17, paragrafo 5, terzo comma, di tale direttiva, che ogni Stato membro che eserciti la facoltà prevista dall'articolo 17, paragrafo 5, terzo comma, lettera c), della sesta direttiva, deve far sì che le modalità di calcolo del diritto alla detrazione consentano di stabilire con la massima precisione la parte di IVA relativa ad operazioni che danno diritto a detrazione” (v., in tal senso, sentenze *Banco Mais*, C183/13, punto 30, *BLC Baumarkt*, C-511/10, punto 23). “Infatti, il principio di neutralità, inerente al sistema comune di IVA, impone che le modalità di calcolo della detrazione riflettano oggettivamente la parte reale delle spese causate dall'acquisto di beni e di servizi a uso misto che può essere imputata a operazioni che danno diritto a detrazione” (v., in tal senso, sentenze *Banco Mais*, C183/13, punto 31, *Securenta*, C-437/06, punto 37).

<sup>326</sup> Causa C-378/15 *Mercedes Benz Italia*.

Oltre a costituire una vistosa deroga<sup>327</sup> al principio secondo cui l'IVA, come imposta (indiretta) sui consumi, deve gravare sul consumatore finale e, quindi, al principio di neutralità<sup>328</sup>, tale aspetto potrebbe innanzitutto rappresentare un ostacolo alla (libera) scelta circa il modello di *business* che meglio si attagli alle esigenze degli intermediari.

Secondo uno studio condotto da *PricewaterhouseCoopers* nel 2011<sup>329</sup> con riferimento agli intermediari bancari all'interno dell'UE, finalizzato a fornire un contributo al dibattito in corso circa la sottotassazione del settore bancario come conseguenza dell'esenzione da IVA di alcuni servizi finanziari, tale settore avrebbe sostenuto nel 2007 un costo complessivo in termini di imposta sul valore aggiunto non recuperabile pari a 33 miliardi di euro<sup>330</sup>.

L'aspetto relativo all'indetraibilità dell'IVA assolta a monte può, inoltre, comportare il rischio che l'imposta (come costo) venga traslata su altri soggetti e, soprattutto, sui clienti finali<sup>331</sup>.

Ciò determina anche effetti sulla concorrenza, rendendo meno competitivi i servizi offerti dagli intermediari che non sono in grado di accollarsi l'onere fiscale.

---

<sup>327</sup> In tal senso si pone, come più volte evidenziato anche dalla Corte di giustizia, la necessità di un'interpretazione restrittiva delle esenzioni, rappresentando queste un'eccezione al principio generale dell'IVA.

<sup>328</sup> Si veda tutto quanto già detto con riferimento al principio di neutralità al cap. II.2.2.

<sup>329</sup> "How the EU VAT exemptions impact the Banking Sector – Study to assess whether banks enjoy a tax advantage as a result of the EU VAT exemption system", *PricewaterhouseCoopers*, 18 ottobre 2011.

<sup>330</sup> Lo studio mette anche in evidenza, tra gli ulteriori "hidden costs" derivanti dalle esenzioni IVA, gli oneri amministrativi rappresentati, ad esempio, dal calcolo del pro-rata.

<sup>331</sup> Secondo quanto evidenziato nel citato studio di *PricewaterhouseCooper*, "If non-deductible VAT is passed on to another taxable person in the production and distribution chain (B2B supply) as a cost component of the goods or services supplied (as 'hidden VAT'), the result is not only that the customer pays the hidden VAT, but also that the hidden VAT becomes a part of the price of that customer's supplies. If that customer's supplies are VAT taxed, VAT also will be applied to the hidden VAT which is included in the price". Invece, "If non-deductible VAT is not passed on to the next party, it will lower the taxable person's profit margin. Then VAT becomes a tax on production (a tax on the business that makes the exempt supply), rather than a tax on consumption, which is not in conformity with VAT's legal character, being a tax on private consumption by private consumers rather than a tax on businesses".

Ulteriori effetti sono, poi, rappresentati da possibili alterazioni al normale svolgimento delle attività economiche. Alcuni servizi, infatti, potrebbero essere offerti (apparentemente) a titolo gratuito ai clienti finali e il relativo corrispettivo potrebbe essere pagato dagli stessi attraverso una maggiorazione delle commissioni di altri servizi oppure da altri soggetti<sup>332</sup>.

### 4.6.3 *Ulteriori effetti sulle scelte organizzative*

Al di là degli effetti derivanti dalla maggiore o minore detraibilità dell'IVA, l'imponibilità o meno delle singole prestazioni di servizi può ripercuotersi sulle modalità in cui ciascun intermediario organizza la propria attività, con particolare riferimento all'offerta di servizi di investimento.

Come emerge dalla prassi di mercato nonché dai casi portati all'attenzione dei giudici europei, sempre più intermediari decidono di esternalizzare alcune funzioni a fornitori di servizi indipendenti (ad esempio, le cc.dd. *data service company*), soprattutto a causa della crescente concorrenza nel settore finanziario e, quindi, della necessità di mantenere le commissioni il più basse possibile<sup>333</sup>.

In tale contesto, il fatto che i singoli servizi siano o meno esenti da IVA gioca un ruolo di sicuro rilievo<sup>334</sup>. Secondo il principio di neutralità fiscale, invece, gli operatori devono poter scegliere il modello organizzativo più conveniente dal punto di vista strettamente

---

<sup>332</sup> Come avviene, ad esempio, per la consulenza in materia di investimenti prestata dalle banche gratuitamente alla clientela, ma di fatto remunerata (il più delle volte) dalle case prodotte attraverso la corresponsione dei cc.dd. incentivi (o *rebate* delle commissioni).

<sup>333</sup> Il già citato studio affidato dalla Commissione europea a *PricewaterhouseCoopers*, "*Study to increase the understanding of the economic effects of the VAT exemption for financial and insurance services*", Tender n° TAXUD/2005/AO-006-Final report, ha evidenziato che tutti i partecipanti alla ricerca consideravano l'*outsourcing* fondamentale per la futura competitività e un quarto di loro riteneva che la normativa IVA fosse decisiva nell'influenzare le decisioni di esternalizzare alcune funzioni e un terzo ha affermato di non aver esternalizzato alcuna funzione proprio a causa della normativa IVA.

<sup>334</sup> Sul punto vd. MENNER S. – HERRMANN H., op. cit..

economico senza correre il rischio di vedere le loro operazioni escluse dall'esenzione<sup>335</sup>.

Nella già più volte richiamata causa *SDC*, le prestazioni svolte dalla società di servizi a favore delle banche (o dei loro clienti) era stata descritta dal giudice *a quo* come costituite “*da una serie di componenti i quali, sommati gli uni agli altri, configurano la prestazione richiesta dalla banca o dai suoi clienti*”.

La Corte, come si è già avuto modo di sottolineare, ha riconosciuto la possibilità che tali servizi (quelli forniti da un centro d'informatica, nel caso di specie) rientrino nel campo delle esenzioni da IVA a condizione, però, che formino un insieme distinto, visto nella sua globalità, che sia idoneo a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali di un servizio esente.

Come evidenziato dalla Corte, la norma comunitaria non limita l'esenzione al servizio che un intermediario fornisce al cliente finale, anzi il dettato “*è tanto ampio da includere i servizi forniti da operatori diversi dalle banche e destinati a persone diverse dai loro clienti finali*”<sup>336</sup>.

Occorre, tuttavia, distinguere il servizio esente ai sensi della Direttiva dalla fornitura di una semplice prestazione materiale o tecnica<sup>337</sup>. Al riguardo, il rinvio che la Corte fa al giudice nazionale

---

<sup>335</sup> Cfr. la sentenza 4 maggio 2006, causa C-169/04 *Abbey National*, in cui la CGE, con particolare riferimento alla gestione di fondi comuni di investimento, ha specificato che “*il tenore letterale dell'art. 13, parte B, lett. d), punto 6, della sesta direttiva non esclude, in linea di principio, che la gestione di fondi comuni di investimento sia smembrata in diversi servizi distinti che possono così rientrare nella nozione di «gestione di fondi comuni di investimento», ai sensi di tale disposizione, e beneficiare dell'esenzione da essa prevista, anche qualora siano forniti da un gestore esterno*” (par. 67) e, soprattutto, che “*dal principio di neutralità fiscale discende che gli operatori devono poter scegliere il modello organizzativo più conveniente dal punto di vista strettamente economico senza correre il rischio di vedere le loro operazioni escluse dall'esenzione*” (par. 68). Tale approccio è stato, poi, confermato nelle successive sentenze 21 giugno 2007, causa C-453/05 *Volker Ludwig*, par. 35 e 3 aprile 2008, causa C-124/07 *Beheer*, par. 28.

<sup>336</sup> Cfr. par. 56 della sentenza nella causa *SDC*.

<sup>337</sup> Come, nel caso *SDC*, il mettere a disposizione della banca un sistema informatico.

## La normativa interna nella prassi dell'Amministrazione Finanziaria

affinché esamini (caso per caso) il grado di responsabilità del fornitore (nel caso di specie, il centro d'informatica) nei confronti delle banche sicuramente non aiuta a risolvere i dubbi degli operatori che, quindi, permangono nella perenne incertezza che una data prestazione possa (successivamente) essere considerata “materiale o tecnica” appunto.

L'assoggettamento o meno ad IVA di ciascuna di tali prestazioni può determinare importanti effetti sulle scelte organizzative degli intermediari e, quindi, sulla concorrenza all'interno dell'UE<sup>338</sup>.

Il già citato studio di *PricewaterhouseCoopers*<sup>339</sup> ha infatti evidenziato, sulla base di una “*case study research*”, come il sistema dell'IVA provochi distorsioni nel contesto dell'*outsourcing* e della condivisione di servizi condivisi/funzioni centralizzate, spingendo gli operatori a ridurre il ricorso alle esternalizzazioni limitandolo a quelle attività che sono generalmente esenti da IVA. Ciò soprattutto a causa del fatto che il “costo” potenziale dell'IVA supererebbe i vantaggi commerciali<sup>340</sup>.

### **4.7 La normativa interna nella prassi dell'Amministrazione Finanziaria**

#### **4.7.1 Operazioni relative a titoli**

---

<sup>338</sup> Rimanendo sempre nell'ambito della causa *SDC*, ad esempio, lo *Skatteministeriet* danese mette in evidenza che “*se le prestazioni della SDC fossero in parte esentate da IVA, i centri di informatica che offrono le stesse prestazioni o prestazioni analoghe sarebbero svantaggiati sul piano della concorrenza*” (par. 26 della sentenza). Anche la *SDC* stessa solleva questioni concorrenziali nella citata causa, evidenziando che “*l'imposta riscossa sulle sue prestazioni provoca anch'essa distorsioni della concorrenza, per il fatto che i suoi membri risultano gravati da tributi addizionali sotto forma di IVA in rapporto ai grandi istituti di credito che effettuano direttamente le operazioni in questione*” (par. 27 della sentenza).

<sup>339</sup> Cfr. “*Study to increase the understanding of the economic effects of the VAT exemption for financial and insurance services*” cit., pagg. 77 ss..

<sup>340</sup> In merito a tali aspetti lo studio (pag. 180), al fine di ipotizzare delle possibili soluzioni, evidenzia che “*In a similar manner, a review of the scope of the exemptions could be extended, clarified and updated by revising the current provisions under article 13(B)(d) in the Sixth EU VAT Directive in line with judgements of the European Court of Justice in the cases of SDC, CSC Financial Services and Abbey National to incorporate the definitions reached in these judgements, such as distinct, specific in character and essential to.*”.

L'Amministrazione Finanziaria italiana si è espressa sin da tempi ormai remoti sul significato dell'espressione "operazioni relative a titoli".

Come si avrà modo di notare nel seguito della trattazione, ripercorrendo le principali pronunce dell'Amministrazione italiana al riguardo, i problemi già riscontrati a livello europeo e derivanti dal difficile dialogo tra la normativa di matrice MiFID e quella fiscale, oltre a trovare una conferma nella mancanza di coordinamento nell'ordinamento interno, vengono accentuati da una prassi amministrativa non sempre (e non del tutto) allineata agli orientamenti della giurisprudenza della Corte di giustizia europea.

Nel 1986, ad esempio, il Ministero delle Finanze, con la **Risoluzione n. 323352 del 7 aprile**, richiamando la disposizione recata dall'art. 13, par. B, lett. d), n. 5 della VI Direttiva CEE del 17 maggio 1977 (analoga a quella di cui all'art. 10, n. 4), del DPR n. 633/1972), ha precisato che *“sul concetto di «operazioni relative» possono comprendersi quelle propedeutiche alle transazioni su titoli, nel presupposto che le stesse si pongono con queste ultime in un nesso di causalità strutturale. In altri termini rientrano nella previsione della norma in esame oltre alle specifiche operazioni aventi ad oggetto la negoziazione di titoli anche quelle che evidenziano un rapporto d'interdipendenza non solo diretta ma anche funzionale, tale comunque da costituirne un presupposto nell'ambito di una connessione organica”*.

In tale occasione, l'Amministrazione Fiscale aveva riconosciuto l'applicabilità della disposizione esentativa contenuta nel citato n. 4) dell'art. 10 alle attività di rilevazione dei dati di borsa tramite sistema meccanografico, di diffusione dei dati di borsa nonché di effettuazione dei servizi di riscontro, rettifica e liquidazione delle operazioni di borsa.



Un approccio che, come si ha modo di constatare nella successiva giurisprudenza della Corte di Giustizia UE, risulta tutt'altro che restrittivo e in grado di far rientrare nella fattispecie esentativa qualsivoglia prestazione, purché caratterizzata da *“un rapporto d'interdipendenza non solo diretta ma anche funzionale, tale comunque da costituire un presupposto nell'ambito di una connessione organica”* (rispetto ad operazioni aventi ad oggetto la negoziazione di titoli).

L'Amministrazione italiana ha confermato tale approccio con la **Risoluzione n. 150 del 1° ottobre 1998**. In particolare, con riferimento alla richiesta presentata da Borsa Italiana SpA e Cedborsa SpA in merito al trattamento applicabile, agli effetti dell'imposta sul valore aggiunto, ai corrispettivi dei servizi informatici forniti per l'effettuazione delle operazioni di borsa, il Ministero delle Finanze, richiamando la sopra menzionata Risoluzione del 1986, ha ritenuto che potessero *“considerarsi esenti dal tributo [ai sensi dell'art. 10, n. 4), del DPR n. 633/1972, n.d.r.], oltre che ovviamente le operazioni inerenti ai servizi per la negoziazione e per il riscontro e rettifica delle stesse operazioni, i [...] servizi di informativa, sempreché costituiscano operazioni caratterizzate da una relazione funzionale con le operazioni inerenti alla negoziazione dei vari strumenti finanziari”*.

In tale circostanza, in particolare, l'Amministrazione ha ritenuto che i servizi informatici per la negoziazione (che consentono agli operatori autorizzati di negoziare strumenti finanziari), quelli per il riscontro e la rettifica delle operazioni eseguite ai fini della liquidazione delle stesse e quelli di informativa per la diffusione dei dati di borsa, forniti agli operatori autorizzati che utilizzano tali flussi per alimentare le postazioni di negoziazione (consentendo la trasmissione in tempo reale delle informazioni concernenti le contrattazioni effettuate),

avessero i requisiti necessari per poter rientrare nella fattispecie esentativa dell'IVA, ai sensi del menzionato n. 4) dell'art. 10.

Preme evidenziare al riguardo che, a sostegno di tale posizione, l'Amministrazione ha richiamato la sentenza del 5 giugno 1997 (causa *SDC*) con la quale, come si è già avuto modo di rilevare, la CGE ha stabilito che le operazioni relative ad azioni, obbligazioni e altri titoli includono i servizi forniti da un centro d'informatica se formano un insieme distinto, visto nella sua globalità, che sia idoneo a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali di un servizio esente<sup>341</sup>.

Con particolare riferimento all'operazione relativa ai giroconti, oggetto appunto della suddetta causa, tali servizi devono essere idonei ad operare trasferimenti di fondi (*“da un lato, tra il mandante e il beneficiario e, dall'altro, tra costoro e la loro rispettiva banca nonché, eventualmente, tra le banche”*) e, quindi, a implicare modifiche giuridiche ed economiche<sup>342</sup>. In sostanza, il centro d'informatica deve sostituirsi alla banca (o, più in generale, all'intermediario) assumendo tutte le conseguenti responsabilità nei confronti della stessa<sup>343</sup>.

---

<sup>341</sup> Nella recente sentenza 2 luglio 2020, causa C-231/19 *BlackRock*, la Corte ha evidenziato che le prestazioni di servizi fornite da una società appartenente allo stesso gruppo, tramite una piattaforma informatica, rappresentate da analisi di mercato e monitoraggio delle prestazioni e dei rischi per assistere i gestori di portafogli nell'adozione di decisioni di investimento e dalla vigilanza sul rispetto della normativa e finalizzate a consentire di attuare le decisioni relative alle operazioni, non soddisfano le condizioni per beneficiare dell'esenzione. Infatti, *“il servizio di cui trattasi è stato concepito ai fini della gestione di investimenti di varia natura”*; inoltre, *“esso può essere utilizzato indifferentemente per la gestione di fondi comuni d'investimento e per quella di altri fondi. Quindi tale servizio non può essere considerato specifico per la gestione di fondi comuni d'investimento”* (paragrafi 48 e 49).

<sup>342</sup> Le funzioni specifiche ed essenziali relative ai giroconti, in altri termini, sono rappresentate da un processo avente come risultato il trasferimento dei fondi e, quindi, le suddette modifiche giuridiche ed economiche. La Corte, nella causa *SDC*, ha sostenuto che i servizi prestati potessero essere esenti da IVA a condizione che la *SDC* stessa fosse responsabile del suddetto processo. In questo senso la responsabilità non deve essere limitata agli aspetti tecnici. Sul punto vd. *MENNER S. – HERRMANN H.*, op. cit..

<sup>343</sup> Nella causa *SDC*, infatti, la Corte specifica che *“nel caso in cui il cliente effettui o faccia effettuare un giroconto senza l'intervento della sua banca, gli atti in cui consiste concretamente il giroconto sono compiuti o dal centro d'informatica e dal cliente, o dal centro d'informatica e da un terzo, il quale agisce su richiesta del cliente, o dal centro d'informatica che opera da solo in base a un ordine permanente del cliente”* (par. 54 della sentenza) e che *“i vincoli contrattuali tra la banca e il suo cliente non sminuiscono il ruolo del centro d'informatica. Infatti, è su questi*

La responsabilità cui fanno riferimento i giudici è, quindi, quella che deriva dall'esecuzione delle prestazioni definitive come quelle che si concretizzano nel trasferimento di fondi (attraverso lo strumento del giroconto) ovvero di quei servizi che sono in grado di produrre i medesimi effetti dell'operazione esente<sup>344</sup>, non mai da prestazioni materiali o tecniche e, come tali, strumentali allo svolgimento della prestazione definitiva, neanche nel caso in cui il prestatore abbia una responsabilità contrattuale (indiretta) per le prestazioni rese (direttamente) da un altro soggetto.

L'Amministrazione italiana ha, però, fatto ricorso ai requisiti di specificità ed essenzialità al solo fine di qualificare l'operazione "*quale funzionale alla negoziazione di strumenti finanziari*". I giudici di Lussemburgo avevano, invece, evidenziato che il mero fatto che una componente sia indispensabile alla realizzazione di un'operazione esente non consente di concludere a favore dell'esenzione del servizio corrispondente a detto componente<sup>345</sup>.

Secondo quanto sostenuto dalla Corte, occorre distinguere il servizio esente dalla fornitura di una semplice prestazione materiale o tecnica (come il mettere a disposizione della banca un sistema informatico), trasferendo al giudice nazionale l'onere di esaminare il grado di responsabilità del centro d'informatica nei confronti delle banche e, quindi, di verificare se tale responsabilità sia limitata agli aspetti tecnici o si estenda agli elementi specifici ed essenziali delle operazioni (par. 66) e, in definitiva, se le operazioni presentino un carattere distinto e siano specifiche ed essenziali (par. 67).

---

*vincoli che si fonda il diritto del cliente di fare eseguire le operazioni, persino se queste ultime sono fatturate come servizi forniti alla banca e modificano parimenti la situazione economica della banca*" (par. 55).

<sup>344</sup> Per quanto concerne l'operazione relativa ai giroconti, ad esempio, la Corte evidenzia che "*i servizi offerti devono essere idonei ad operare trasferimenti di fondi ed a implicare modifiche giuridiche ed economiche*" (par. 66 della sentenza SDC).

<sup>345</sup> Cfr. par. 65 della sentenza.

I suddetti concetti trovano una maggiore definizione nella successiva causa CSC in cui il medesimo Avvocato Generale della causa SDC, interpretando la decisione della Corte in tale ultima causa, ha evidenziato che *“le operazioni esentate debbono essere solo quelle la cui esclusione risulti imprescindibile per conseguire il risultato voluto, ossia quelle atte ad alterare la realtà giuridica creando, modificando o estinguendo diritti ed obblighi. Le operazioni neutre, prive di effetti ad extra<sup>346</sup>, possono essere assoggettate ad imposta, in quanto la loro imposizione non incide sul sistema finanziario”* (par. 25).

In altri termini, l'enfasi viene posta sul fatto che le operazioni siano in grado di creare, modificare o estinguere diritti e obblighi e, quindi, modificare una situazione giuridica. Infatti, *“sono esenti le prestazioni che, comportando una modifica della situazione giuridica, svolgono in realtà la funzione dell'operazione esentata dall'imposta, ossia costituiscono siffatta operazione”<sup>347</sup>*. Le altre operazioni, ancorché strumentali, sono invece escluse<sup>348</sup>.

---

<sup>346</sup> Secondo quanto evidenziato dall'Avvocato Generale, *“Se si analizza la sua [della CSC, n.d.r.] attività e si osserva la situazione prima e dopo il suo intervento, si può constatare che non si rilevano variazioni. Da quando un interessato si mette in contatto telefonico con la CSC fino al momento in cui la richiesta di adesione viene rimessa alla Premier Unit Trust Administration Limited, nulla è cambiato, la realtà giuridica rimane la stessa”* (Cfr. nota 26 delle Conclusioni nella causa CSC).

<sup>347</sup> Paragrafo 28 delle Conclusioni nella causa CSC. *“Per quanto concerne l'«operazione relativa ai giroconti», i servizi forniti devono pertanto essere idonei ad operare trasferimenti di fondi ed a implicare modifiche giuridiche ed economiche”* (cfr. nota n. 27 delle medesime Conclusioni).

<sup>348</sup> *“L'attività consistente nel fornire informazioni sul prodotto finanziario ed evadere le richieste d'investimento [...] è preliminare e inidonea ad incidere sul contenuto del rapporto giuridico incorporato nel titolo”*. Cfr. par. 34 delle Conclusioni nella causa CSC. I suddetti concetti sono stati ulteriormente ribaditi e specificati nei successivi casi che la CGE si è trovata ad affrontare. A titolo di esempio, con la sentenza del 25 luglio 2018, causa C-5/17 DPAS, la Corte ha ritenuto che la prestazione di servizi che consisteva per la DPAS (acronimo di «Dental Plan Administration Services», società che elabora, attua e gestisce piani di cure odontoiatriche nel Regno Unito), da un lato, nel chiedere all'istituto finanziario del paziente che abbia sottoscritto un piano di cure odontoiatriche, sulla base di un mandato di addebito diretto, che una somma di denaro predeterminata sia trasferita dal conto corrente del paziente a quello della DPAS e, dall'altro lato, nel chiedere all'istituto finanziario presso il quale essa ha il proprio conto di trasferire detto importo dal conto suddetto verso i rispettivi conti del dentista e dell'assicuratore del paziente (e la DPAS conserva una parte dell'importo a titolo della remunerazione dovutale dal paziente per tale

In tale occasione la Corte ha ribadito che il fatto che un componente sia indispensabile alla realizzazione di un'operazione esente non consente di concludere a favore dell'esenzione del servizio corrispondente a detto componente (par. 32).

Alla luce di quanto sopra esposto, quindi, l'aver fatto rientrare nella fattispecie esentativa dell'IVA di cui all'art. 10, n. 4), del DPR n. 633/1972, i servizi informatici per la negoziazione e, soprattutto, quelli per il riscontro e la rettifica delle operazioni eseguite ai fini della liquidazione delle stesse nonché quelli di informativa per la diffusione dei dati di borsa, conferma un'interpretazione tutt'altro che restrittiva della norma interna e, conseguentemente, anche di quella comunitaria.

Tali servizi sembrerebbero, infatti, acquistati da Borsa Italiana SpA (autorizzata dalla Consob alla gestione del mercato) per lo svolgimento della propria attività e, quindi, per predisporre le strutture e fornire i servizi necessari a garantire il funzionamento del mercato stesso.

In altri termini, utilizzando le parole dell'Avvocato Generale nelle Conclusioni della causa SDC, sembra trattarsi di mezzi tecnici *“tra i vari possibili”* (par. 51) e, quindi, di operazioni strumentali.

Con la successiva **Risoluzione 10 dicembre 2001, n. 205/E**, avente ad oggetto i servizi informatici resi da una società a favore di

---

operazione), non produce, in quanto tale, le modifiche giuridiche ed economiche che caratterizzano il trasferimento di una somma di denaro. In altri termini, tale prestazione di servizi non può essere qualificata come «operazione relativa ai giroconti» o «operazione relativa ai pagamenti» ai sensi dell'articolo 135, par. 1, della Direttiva IVA. Secondo quanto evidenziato dai giudici di Lussemburgo, *“la DPAS non effettua essa stessa i trasferimenti, o il versamento nei conti bancari di cui trattasi, delle somme di denaro concordate nell'ambito dei piani di cure odontoiatriche di cui al procedimento principale, ma chiede agli istituti finanziari interessati di procedere a tali trasferimenti”* (cfr. par. 41 della sentenza). Inoltre, *“una prestazione di servizi come quella di cui al procedimento principale costituisce solo una fase preliminare rispetto all'operazione relativa ai pagamenti e ai giroconti”* (par. 42). Anche in tale sentenza la Corte chiama in causa il concetto di “responsabilità”, sostenendo che *“la DPAS non è responsabile del fallimento o dell'annullamento del mandato di addebito diretto sulla base del quale la DPAS chiede che siano prelevati dal conto corrente del paziente interessato gli importi che essa deve poi trasferire al dentista e all'assicuratore”* (par. 44).

una banca appartenente al medesimo gruppo e relativi ad operazioni finanziarie di cui all'art. 10, comma 1, n. 1, del DRP n. 633/1972 (concessione e negoziazione di crediti), l'Amministrazione italiana sembra rivedere la sua posizione e allinearsi, in parte, all'interpretazione fornita dai giudici di Lussemburgo.

In tale occasione l'Agenzia delle Entrate premette che la norma in esame *“sembrerebbe non escludere una interpretazione estensiva, idonea a ricomprendere nel suo ambito applicativo anche le prestazioni rese da soggetti cui è affidata la gestione telematica della rete bancaria, dato che tali prestazioni potrebbero essere considerate operazioni relative alle operazioni finanziarie sottostanti specificate nella norma stessa”*.

L'Agenzia evidenzia, poi, che *“tale lettura della norma va, tuttavia, riconsiderata alla luce dell'orientamento espresso dalla Corte di Giustizia della Comunità Europea con la sentenza 5 giugno 1997, causa C-2/95”*, richiamando un passaggio di detta causa in cui la Corte rileva che *“per aversi l'esenzione non è sufficiente che il servizio fornito sia un elemento indispensabile alla realizzazione di una prestazione finanziaria esente, bensì è necessario che lo stesso costituisca un insieme distinto nella sua globalità, idoneo a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali delle operazioni per le quali è espressamente prevista l'esenzione”*.

Il passaggio principale della decisione dell'Agenzia delle Entrate è rappresentato dal richiamo alla necessità che la società di servizi informatici intervenga nelle procedure di esecuzione delle operazioni bancarie e le effettui direttamente modificando situazioni giuridiche ed economiche. Nel caso in esame, infatti, la banca affida alla società del gruppo, tra gli altri, la gestione delle apparecchiature utilizzate per servire direttamente i propri clienti.

Conseguentemente, l'Amministrazione si focalizza sull'analisi della responsabilità contrattuale della società fornitrice nei confronti della banca del gruppo, rilevando come questa sia *“di grado ben più elevato di una responsabilità di natura tecnica legata alla semplice messa a disposizione di supporti informatici”*, essendo la società, nel caso di specie, responsabile nei confronti della banca per i danni provocati a terzi anche in caso di inadempimento della banca stessa per inadempimento della società fornitrice.

Tale responsabilità, secondo quanto evidenziato dall'Agenzia delle Entrate, è diretta conseguenza del fatto che i servizi forniti producono effetti diretti sulla sottostante situazione giuridica ed economica e sono atti a modificarne il contenuto ed è sufficiente per ricondurre tali servizi alle fattispecie di esenzione previste dall'art. 10 del DPR n. 633 del 1972, *“in quanto servizi relativi ad operazioni bancarie e finanziarie”*.

Tuttavia, l'Amministrazione si spinge oltre ritenendo che anche i servizi di informativa alla clientela, relativi ad operazioni contabili effettuate sui conti correnti, a patrimoni gestiti o al portafoglio effetti, siano ugualmente esenti da imposta, essendo (e qui l'Amministrazione torna sulle sue precedenti decisioni) connessi oggettivamente con operazioni in esenzione *ex art. 10*.

Con la **Risoluzione del 15 luglio 2002, n. 230/E**, invece, l'Amministrazione Finanziaria nega, correttamente (secondo tutto quanto precedentemente esposto), l'esenzione di cui all'art. 10, numeri 1 e 4, del DPR n. 633/1972, al servizio di elaborazione di un *“portafoglio modello”* reso da parte di un soggetto terzo alla società istante, con riferimento all'attività di gestione su base individuale e collettiva di portafogli di investimenti per conto terzi svolta da quest'ultima.

Per pervenire a tale conclusione l'Amministrazione Fiscale, dopo aver escluso la questione di accessorietà della prestazione rispetto a quella principale (rappresentata dalla compravendita di titoli)<sup>349</sup>, posta dal contribuente, richiama ancora una volta la sentenza *SDC* e, in particolare, la necessità di verificare il grado di responsabilità del prestatore e se tale responsabilità sia limitata agli aspetti tecnici o si estenda anche agli aspetti specifici ed essenziali delle operazioni.

In questo caso, tuttavia, sembra che l'Amministrazione non faccia alcuna valutazione circa l'idoneità del servizio in esame ad implicare modifiche giuridiche ed economiche nella sfera dei rapporti patrimoniali del soggetto nei cui confronti viene prestato il servizio.

Inoltre, non appare chiaro il differente approccio seguito nel caso in esame rispetto a quello di cui alla Risoluzione n. 150 del 1998. Secondo quanto evidenziato dall'Agenzia dell'Entrate, la differenza sarebbe sostanzialmente da rinvenire nel fatto che nel caso analizzato con la Risoluzione n. 150 *“trattasi di un rapporto trilaterale, in cui l'ente gestore della borsa rifattura agli utenti finali i servizi resi dalla società informatica ovvero che tali servizi vengono fatturati direttamente da tale società agli utenti in questione”*, mentre nel caso di specie la prestazione *“realizza piuttosto i caratteri propri di una consulenza generica”*.

Preme evidenziare al riguardo che, con la citata Risoluzione n. 150, l'Amministrazione ha riconosciuto l'esenzione al servizio di informativa per la diffusione dei dati di borsa che, così come nel caso di cui alla causa C-2/95, potrebbe essere ricondotto (sulla base delle

---

<sup>349</sup> L'Agenzia delle Entrate ritiene, infatti, che *“sono accessorie solo le operazioni poste in essere dal medesimo soggetto in necessaria connessione con l'operazione principale alla quale, quindi, accedono e che hanno, di norma, la funzione di integrare, completare o rendere possibile la detta prestazione o cessione principale. Nel caso di specie, invece, la prestazione qualificata come accessoria viene resa da un soggetto terzo, con il quale i clienti finali del contribuente istante non hanno alcun rapporto, né la stessa prestazione appare destinata ad integrare o completare, nel senso sopra specificato, l'operazione resa al cliente finale”*.



La normativa interna nella prassi dell'Amministrazione Finanziaria

informazioni disponibili) ai mezzi tecnici, tra i vari possibili, privi della capacità di modificare una situazione giuridica esistente e, in particolare, di *creare*, modificare o estinguere diritti ed obblighi<sup>350</sup>.

Con la successiva **Risoluzione del 13 giugno 2003, n. 133/E** l'Agenzia delle Entrate, nel valutare il corretto trattamento ai fini IVA (ai sensi dell'art. 10, n. 1, del DPR n. 633 del 1972) da riservare all'esecuzione di una serie di servizi prestati dalla società istante, riguardanti operazioni che si svolgono tra soggetti appartenenti al sistema bancario, conferma la centralità del tema della responsabilità richiamando ancora una volta la causa C-2/95.

In questo caso l'Amministrazione, in maniera più evidente rispetto alle precedenti decisioni, valuta l'idoneità dei servizi offerti dalla società istante ad incidere nella sfera giuridica ed economica dei soggetti cui sono indirizzati sulla base del grado di responsabilità assunto dal prestatore. In particolare, l'Amministrazione ritiene che l'esenzione possa trovare applicazione quando il prestatore *“risponde della corretta esecuzione dei servizi finanziari prestati, mentre non si applica se viene limitata «al corretto funzionamento» di questi ultimi”*.

Conseguentemente, l'Agenzia delle Entrate riconosce il diritto all'esenzione da IVA ad una serie di servizi caratterizzati dal fatto che il prestatore risponde, nei confronti delle banche clienti, per la loro esatta esecuzione, in termini tanto di mezzi quanto di risultato.

---

<sup>350</sup> Si evidenzia che con la successiva **Risoluzione dell'8 agosto 2018, n. 61**, l'Agenzia delle Entrate ha negato l'esenzione di cui all'art. 10, comma 1, del DPR n. 633 del 1972 anche al servizio di ricerca fornito agli intermediari che svolgono il servizio di gestione individuale di portafogli. In particolare, l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto che il suddetto servizio *“non sia riconducibile ad alcuna delle fattispecie di esenzione di cui all'art. 10, comma 1, del d.P.R. n. 633 del 1972 e, in particolare, non possa essere inquadrato tra le “prestazioni di mediazione, intermediazione e mandato”, relative alle operazioni su titoli di cui ai numeri 4) e 9) della medesima disposizione”*. *“Al riguardo, l'Amministrazione ha evidenziato che “il regime di esenzione delle prestazioni di intermediazione presuppone che le stesse siano «relative», vale a dire finalizzate alla conclusione di operazioni di carattere finanziario”*.

Nella stessa direzione si richiama la recente **risposta n. 375 del 17 settembre 2020** all'istanza di interpello presentata da una società che svolge l'attività di consulenza imprenditoriale, amministrativo-gestionale e di pianificazione aziendale, ivi inclusa l'attività di gestione per conto terzi (*outsourcing*) di processi aziendali di supporto al *core business*.

In tale caso, l'Agenzia delle Entrate ha riconosciuto l'applicabilità del regime di esenzione dall'IVA ai corrispettivi percepiti a fronte delle prestazioni dei servizi di *back office* bancario erogate ad istituti di credito richiamando la causa C-2/95<sup>351</sup> e, in particolare, i principi statuiti nel tempo dalla CGE e, tra questi, soprattutto<sup>352</sup>:

- la necessità che tali prestazioni formino un insieme distinto, valutato in modo globale, che sia idoneo a svolgere le funzioni specifiche ed essenziali delle operazioni per le quali è prevista l'esenzione (ad esempio, il pagamento) e, quindi, che implicino modifiche giuridiche ed economiche;
- il grado di responsabilità del prestatore di servizi e segnatamente se tale responsabilità sia limitata agli aspetti tecnici o si estenda alle funzioni specifiche ed essenziali delle operazioni.

L'analisi delle sopra riportate pronunce dell'Amministrazione Finanziaria italiana conferma una prassi amministrativa interna che non appare sempre allineata agli orientamenti della giurisprudenza della

---

<sup>351</sup> Oltre alle pronunce nella causa C-42/18, causa C-5/17, causa C-607/14, C-264/14.

<sup>352</sup> In aggiunta alla rilevanza della natura delle prestazioni di servizi fornite (in luogo del prestatore o del destinatario del servizio) e alla irrilevanza della modalità di svolgimento del servizio (forma elettronica o manuale).

La normativa interna nella prassi dell'Amministrazione Finanziaria

Corte di giustizia europea volti ad interpretare la normativa comunitaria.

Nei suddetti casi, infatti, non è del tutto chiaro come l'Agenzia delle Entrate utilizzi il grado di responsabilità assunto dal prestatore per qualificare un servizio ai fini dell'esenzione. In altri termini, non è chiaro se per l'Agenzia:

- sia sufficiente la sussistenza di una responsabilità (contrattuale) che si estenda agli elementi specifici ed essenziali delle operazioni (che sia, quindi, in grado, di per sé, a far sorgere il diritto all'esenzione) oppure se
- sia necessario che il servizio sia idoneo a implicare modifiche giuridiche ed economiche e, quindi, che il prestatore si sostituisca di fatto all'intermediario, con tutte le conseguenze che ne derivano in termini di responsabilità (la responsabilità, quindi, come "effetto" dell'attività svolta dal prestatore).

Dalla lettura della maggior parte delle pronunce sopra richiamate sembrerebbe doversi propendere più per la prima ipotesi, il che farebbe sorgere più di qualche dubbio circa la coerenza dell'approccio interno con le interpretazioni dei giudici di Lussemburgo e, in definitiva, con la normativa comunitaria in materia di IVA.

Con l'ultima risposta, tuttavia, sembra che l'Amministrazione si sia orientata più a valutare l'idoneità dei servizi prestati a comportare modifiche giuridiche ed economiche sulla situazione patrimoniale del cliente finale della banca (oltre al tema della responsabilità), in linea con la giurisprudenza comunitaria<sup>353</sup>.

---

<sup>353</sup> Sul punto si veda ALBANO A., "L'esenzione IVA dei servizi in materia bancaria e finanziaria - Profili evolutivi alla luce della prassi dell'Amministrazione finanziaria (con postilla sul principio di proporzionalità)" in SFEF - Strumenti Finanziari e Fiscalità, 2021/50, pag. 105.

4.7.2 *Prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione*

L'Amministrazione Finanziaria italiana si è pronunciata anche con riferimento alle prestazioni di cui al citato n. 9), del comma 1, dell'art. 10, del DPR n. 633/1972 e, quindi, alla "negoziazione" nell'accezione di cui alla lett. f), del par. 1, dell'art. 135, della Direttiva IVA.

Con la **Risoluzione del 16 luglio 1998, n. 77**, ad esempio, il Ministero delle Finanze, pronunciandosi (tra l'altro) sul contratto di *settlement* con cui le parti contraenti di una vendita di titoli conferivano alla banca l'incarico di provvedere, sulla base di specifiche istruzioni, al regolamento della transazione, procedendo ai pagamenti dovuti, alla consegna o al ritiro dei titoli e ad ogni altro adempimento occorrente per la concreta esecuzione dell'operazione, ha ritenuto che i relativi corrispettivi fossero esenti dall'imposta sul valore aggiunto ai sensi del citato art. 10, primo comma, n. 9), del DPR n. 633/1972.

Per pervenire a tale conclusione, l'Amministrazione Finanziaria italiana ha sostenuto che alla base della prestazione vi sono rapporti di mandato con assunzione della relativa responsabilità e che non rileva la circostanza che essi non attengano alla conclusione del negozio di compravendita, bensì alla sua esecuzione.

Un approccio del tutto differente rispetto a quello assunto dalla Corte di giustizia europea che, nella già citata causa *CSC*, ha invece sostenuto che l'attività di negoziazione è un servizio reso ad una parte contrattuale e remunerato da quest'ultima come distinta attività di mediazione, la cui finalità è quella di fare tutto il necessario affinché due parti concludano un contratto, senza che il negoziatore abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso.

Diverso, invece, l'approccio dell'Amministrazione Finanziaria italiana nella **Risoluzione n. 190/E dell'8 maggio 2008**, con cui si è sostanzialmente allineata all'interpretazione della Corte di giustizia europea.

In questo caso, rispondendo ad una stabile organizzazione italiana di una società di assicurazione tedesca che forniva alla propria clientela, rappresentata da altre compagnie di assicurazione, i servizi necessari per la gestione dei sinistri nel ramo Responsabilità Civile Auto (RCA), in presenza di una procedura di risarcimento del danno, l'Agenzia delle Entrate si è espressa sul regime di intermediazione nell'ambito delle operazioni di assicurazione, ai sensi dell'art. 10, primo comma, numeri 2) e 9), del DPR n. 633 del 1972.

A tal fine, l'Agenzia delle Entrate ha richiamato la giurisprudenza della Corte UE e, in particolare, le sentenze rese nelle cause C-240/99 e C-8/01.

In tali casi la Corte, in mancanza di un'espressa definizione di operazioni di assicurazione e di prestazioni di mediazione e intermediazione ad esse relative nella normativa IVA comunitaria<sup>354</sup>, invece di far riferimento alla normativa di settore<sup>355</sup> come richiesto dalla società istante, ha propeso per la nozione autonoma di "operazioni di assicurazione", evidenziando che funzioni rilevanti per l'individuazione della figura del mediatore o intermediario di

---

<sup>354</sup> Così come si è già avuto modo di evidenziare anche con riferimento alle operazioni relative a titoli e alla connessa attività di negoziazione.

<sup>355</sup> In particolare, l'art. 2 della direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976, 77/92/CEE, concernente misure destinate a facilitare l'effettivo esercizio della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi per le attività di agente e di mediatore di assicurazioni, stabilisce che detta direttiva si applica, tra l'altro, (a) all'attività professionale di coloro che mettono in relazione contraenti e società di assicurazione o di riassicurazione senza essere vincolati nella scelta fra queste fini della copertura dei rischi da assicurare o riassicurare, preparano la stipulazione dei contratti di assicurazione e collaborano eventualmente alla loro gestione ed esecuzione, particolarmente in caso di sinistro, nonché (b) all'attività professionale di quanti hanno il compito, in virtù di uno o più contratti o mandati, di presentare, di proporre e di preparare o di concludere contratti di assicurazione o di collaborare alla loro gestione ed esecuzione, particolarmente in caso di sinistro, a nome e per conto, o soltanto per conto di una o più società di assicurazione.

assicurazione sono le attività di ricercare e mettere in relazione i potenziali clienti con l'assicuratore ovvero quelle svolte da soggetti che intrattengono rapporti sia con l'assicuratore sia con l'assicurato.

Sul presupposto che anche la normativa interna<sup>356</sup> definisce l'intermediazione come l'attività di coloro che professionalmente operano per mettere in relazione le imprese di assicurazione e di riassicurazione con soggetti che intendono provvedere alla copertura dei rischi e, quindi, che tale attività è fondata sulla presentazione e promozione dei prodotti assicurativi, mentre la collaborazione alla gestione o all'esecuzione, in caso di sinistri, dei contratti stipulati possono essere previste nell'incarico intermediativo solo in via subordinata, l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto che i servizi prestati dall'istante fossero da assoggettare ad IVA.

Per pervenire a tale conclusione l'Amministrazione Finanziaria italiana, sulla base delle indicazioni fornite dall'istante, ha sostenuto che *“le prestazioni descritte [...] siano generiche prestazioni di servizi da assoggettare ad IVA non essendo riconducibili tra le prestazioni proprie del mediatore o intermediario assicurativo”*.

A conclusioni opposte giunge, invece, l'Agenzia delle Entrate con la **Risoluzione del 30 ottobre 2009, n. 267/E** avente sempre ad oggetto il regime di intermediazione nell'ambito delle operazioni di assicurazione, ai sensi dell'art. 10, primo comma, numeri 2) e 9), del DPR n. 633 del 1972.

In questo caso, però, l'istante opera nel mercato assicurativo in qualità di *broker*, svolgendo attività di intermediazione finanziaria -

---

<sup>356</sup> Segnatamente gli articoli 1754-1759 del codice civile (relativi alla mediazione assicurativa) nonché l'articolo 106 del decreto legislativo del 7 settembre 2005, n. 209 (c.d. codice delle assicurazioni private). Manca, invece, anche nella normativa IVA nazionale, un'espressa definizione di operazioni di assicurazione e di prestazioni di mediazione e intermediazione relative a operazioni di assicurazione.

assicurativa nell'interesse esclusivo dei propri clienti, a favore dei quali si impegna a reperire presso il mercato nazionale ed estero le soluzioni più adatte a soddisfare le esigenze dei clienti medesimi e ad assistere i clienti nell'analisi e nella successiva copertura dei rischi, nella gestione dei sinistri e nel recupero dei danni<sup>357</sup>.

Alla luce della definizione di "intermediazione assicurativa" fornita dalla Corte di giustizia europea (mancando, come già detto, una corrispondente nozione nella normativa IVA sia comunitaria che nazionale), l'Amministrazione Fiscale italiana ha ritenuto applicabile al caso in esame la previsione di esenzione di cui all'articolo 10, n. 9), del D.P.R. n. 633.

Essa, in realtà, si è spinta anche oltre, ritenendo applicabile tale previsione non solo a tutte le ipotesi contrattuali che comportano una interposizione nella circolazione di beni e servizi (tra cui mandato, agenzia, mediazione, ecc.), ma anche, tra l'altro, alla consulenza e assistenza finalizzata all'attività di presentazione e proposta di prodotti assicurativi<sup>358</sup>.

In sostanza, ha ritenuto che l'attività di consulenza come sopra definita possa essere ricompresa tra le attività esenti ai sensi dell'art. 10, primo comma, n. 9), del DPR n. 633 del 1972.

Si tratta di un'interpretazione di particolare interesse, anche per le analisi e le considerazioni che si faranno nel prosieguo della trattazione con riferimento alla consulenza in materia di investimenti.

---

<sup>357</sup> Adoperandosi in nome e per conto del cliente medesimo per fare ottenere allo stesso il massimo risarcimento in denaro dei danni subiti.

<sup>358</sup> Oltre che alla collaborazione nella gestione o nell'esecuzione, segnatamente in caso di sinistri, dei contratti assicurativi stipulati.

In tal senso, in realtà, l’Agenzia delle Entrate si era già espressa con la **Risoluzione del 4 agosto 2008, n. 343/E**<sup>359</sup> e si è successivamente espressa con la **risposta n. 372 del 17 settembre 2020** ad un’istanza di interpello, entrambe aventi ad oggetto proprio il regime IVA applicabile ai servizi di consulenza in materia di investimenti.

Nel primo caso l’Amministrazione italiana, sia pur ritenendo *“astrattamente possibile ricondurre l’attività di consulenza in materia di investimenti tra le operazioni relative a valori mobiliari esenti ai sensi dell’articolo 10, primo comma, n. 4), del DPR n. 633 del 1972, potendo anche tale attività condurre ad una modifica nella situazione giuridico-finanziaria del cliente, qualora venga concluso il contratto a seguito delle raccomandazioni fornite dal consulente”*, è giunta alla conclusione che essa *“sia più correttamente inquadrabile fra quelle di intermediazione svolte da un soggetto abilitato rese da quest’ultimo nell’ambito della proposta di investimento al cliente”*.

Nel secondo caso, sul presupposto che esistesse una connessione tra la fornitura del servizio di consulenza in materia di investimenti e quella del servizio di ricezione e trasmissione di ordini tale da considerare i due servizi non indipendenti tra loro, l’Amministrazione ha ritenuto sussistere un’unica prestazione di servizi complessa, ai fini IVA, riconducibile tra le attività di negoziazione di titoli esentate dall’imposta.

In questi ultimi casi più che in altri, forse, la mancanza di una definizione dei termini utilizzati nella Direttiva IVA prima e nel DPR n. 633 del 1972 poi produce come conseguenza significativa una tendenziale situazione di incertezza nell’inquadramento delle fattispecie concrete, incertezza che l’interpretazione in funzione *“integrativa”*

---

<sup>359</sup> Prima di rivedere parzialmente la propria posizione, all’indomani della sentenza della Corte di Giustizia, 7 marzo 2013, causa C-275/11, con la Risoluzione 15 maggio 2018, n. 38/E (v. *infra*, Cap. V).



offerta dalla giurisprudenza comunitaria non sembra in verità capace di superare totalmente<sup>360</sup>. Sul punto v. *infra*, Cap. V.

---

<sup>360</sup> Ciò è ancora più evidente se si considera che, antecedentemente all'entrata in vigore della Direttiva Delegata 2017/593/UE (3 gennaio 2018), che ha introdotto rilevanti modifiche, tra l'altro, alle condizioni di ricevibilità del servizio di ricerca in materia di investimenti reso dai negozianti agli intermediari che svolgono il servizio di gestione individuale di portafogli al fine di assicurare il rispetto, da parte degli stessi intermediari, degli obblighi generali di correttezza e di trasparenza nel rapporto con i loro clienti, tale servizio di ricerca era remunerato implicitamente tramite la commissione di negoziazione (per l'esecuzione degli ordini) ed era considerato esente in quanto riconducibile tra le "prestazioni di mediazione, intermediazione e mandato", relative alle operazioni su titoli, ai sensi dell'art. 10, comma 1, numeri 4) e 9) del DPR n. 633 del 1972.



## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

### 5.1 Premessa

Il servizio di consulenza in materia di investimenti sta acquisendo un ruolo sempre più importante nel contesto europeo, come emerge sia dal crescente numero di consulenti indipendenti che dal maggior peso che tale servizio va assumendo nei modelli di *business* degli intermediari, sempre più fondati su una relazione con il cliente di tipo continuativo.

Anche gli intermediari bancari stanno ormai introducendo modelli di consulenza “evoluta” al fine di offrire alla clientela un servizio a maggiore valore aggiunto onde giustificare, in alcuni casi, la percezione di commissioni.

Tale sviluppo è frutto della crescente concorrenza sui mercati finanziari, che spinge ad offrire servizi sempre più sofisticati, ma anche della continua contrazione dei margini di profitto, soprattutto per le attività più tradizionali, a causa del particolare periodo storico attuale caratterizzato da un deciso appiattimento dei tassi di interesse su livelli prossimi allo zero (e, in alcuni casi, su valori negativi)<sup>361</sup> per effetto delle politiche monetarie della BCE e di altre Banche centrali.

Anche le modalità di erogazione del servizio di consulenza stanno cambiando, soprattutto in questi ultimi tempi in cui le misure di distanziamento sociale che sono state prese per fronteggiare l'emergenza sanitaria da Covid-19 stanno, di fatto, ridisegnando i rapporti con la clientela, caratterizzati da un utilizzo sempre crescente

---

<sup>361</sup> I bassi tassi d'interesse esercitano una pressione sia sugli intermediari, i quali sono costretti a cercare fonti di ricavi alternative, sia sulla clientela, che incontra maggiore difficoltà nell'individuare forme semplici di investimento in grado di offrire una sia pur minima remunerazione (quale poteva essere in passato quella offerta dai titoli di Stato).

di strumenti digitali sia per la fruizione dei servizi di investimento che per la gestione delle relazioni.

L'impiego della tecnologia al servizio della finanza (c.d. *Fintech*), in termini più generali, è sempre più diffuso<sup>362</sup>: i cambiamenti in atto nei mercati dei servizi finanziari stanno avendo una portata politico-strategica profonda e l'emergenza sanitaria non sta facendo altro che fornire un ulteriore impulso in questa direzione.

La consulenza, come si diceva poc'anzi, sta risentendo di questo cambiamento più degli altri servizi di investimento e innumerevoli sono i tentativi per adeguare le regole a questi nuovi scenari e perseguire, anche in questo contesto, il fine ultimo della tutela dell'investitore<sup>363</sup>.

---

<sup>362</sup> Si veda sul punto anche una recente ricerca dell'Osservatorio del Politecnico di Milano, riassunta in una presentazione video pubblicata su You Tube al link: <https://www.youtube.com/watch?v=Mil0dcULx4Y>. Di interesse anche i risultati della ricerca dell'Università di Roma Tor Vergata "Mission Sustainability 2017" dal titolo "The future of the European fintech regulation on a global perspective: the case of robo-advice" i cui contributi sono stati raccolti nel volume di CORAPI E. – LENER R., "I diversi settori del Fintech – Problemi e prospettive", Cedam, 2019. Per gli aspetti più giuridici vd. CIAN M. – SANDEI C., "Diritto del Fintech", Cedam, 2020. Gli autori definiscono il Fintech "un'espressione per mezzo della quale si possono genericamente designare tutte le componenti digitali presenti nel sistema finanziario (per tale intendendosi quello che comprende i segmenti bancario, finanziario in senso stretto e assicurativo), che concorrono alla produzione di un servizio o di una relazione finanziaria, caratterizzando l'uno o l'altra proprio in ragione della sua dimensione tecnologica sotto uno o più profili: sul piano degli strumenti di realizzazione del servizio, su quello delle modalità della sua fruizione, sul piano delle forme di instaurazione della relazione finanziaria, su quello del suo oggetto o della sua documentazione, e via dicendo".

<sup>363</sup> La consulenza automatizzata, anche nota come "robo advice", è ad esempio un fenomeno sempre più diffuso e sempre più all'attenzione tanto dei regolatori nazionali quanto delle istituzioni sovranazionali, come emerge dalle iniziative finalizzate ad adeguare i presidi normativi esistenti alle innovazioni derivanti dall'automazione. Sul punto v. "La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari", Quaderno Fintech Consob n. 3, gennaio 2019. In sostanza, tale approccio prevede una totale automazione, attraverso il ricorso ad algoritmi in grado di profilare ciascun cliente via *web* e di offrirgli portafogli di investimento personalizzati (anch'essi costruiti tramite l'utilizzo di algoritmi). Ciò consente di ridurre i costi di consulenza e, quindi, le commissioni applicate ai clienti. Secondo quanto evidenziato dalla Consob nel suddetto contributo, "a seconda dell'intensità dell'automazione e del target di clientela, è possibile individuare diversi modelli di robo advice: i. il modello cosiddetto puro si caratterizza per l'automazione del servizio offerto in tutte le sue fasi; ii. il cosiddetto modello ibrido, invece, combina e/o alterna l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore; iii. un terzo modello, infine, è noto come robo4advisor. Nei primi due casi, il servizio è diretto all'investitore finale e si qualifica quindi come B2C (business to consumer)<sup>4</sup>, mentre l'ultimo modello si qualifica come B2B (business to business), ponendo l'automazione a supporto del consulente.". Sul punto vd. MORERA U., "Consulenza finanziaria e robo-advisor: profili cognitivi" in Dir. banca e mercato finanziario, 2/2019, Pacini Giuridica, pag. 205.

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

Se si sposta l'attenzione sulla normativa fiscale diversi sono, invece, gli aspetti tuttora controversi e ancora oggi non è chiaro quale debba essere il corretto trattamento IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Alla luce di tutto ciò, si è ritenuto opportuno trattare della consulenza in un capitolo *ad hoc*, in cui verrà analizzato il suo inquadramento all'interno della disciplina di settore (MiFID) tanto europea quanto nazionale, nonché il suo trattamento ai fini IVA (sempre in entrambe le prospettive, europea e domestica). Così come è stato fatto per gli altri servizi d'investimento e sulla base delle medesime considerazioni, si è ritenuto opportuno partire dalla normativa di matrice MiFID prima di passare a quella fiscale.

Cercheremo, quindi, di evidenziare tutti i dubbi e le criticità che ancora caratterizzano il trattamento ai fini IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti e di individuare le possibili soluzioni agli interrogativi che ancora rimangono aperti, anche alla luce delle indicazioni fornite nel tempo dalla Corte di Giustizia europea.

## ***5.2 La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo***

### *5.2.1 Profili MiFID*

La Direttiva 93/22/CEE del Consiglio relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (ISD) aveva classificato la consulenza in materia di investimenti in merito ad uno o più strumenti finanziari tra i cc.dd. “servizi accessori” e non tra i servizi di investimento.

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

Conseguentemente tale attività, non essendo soggetta a riserva né a specifica autorizzazione, poteva essere svolta liberamente da chiunque.

Con la Direttiva MiFID I<sup>364</sup>, a causa della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate<sup>365</sup>, la consulenza è stata assunta al rango di servizio di investimento *stricto sensu* inteso e assoggettata ad autorizzazione<sup>366</sup>.

Le basi di tale nuovo approccio possono essere rinvenute nel c.d. Piano d'Azione per i Servizi Finanziari (PASF)<sup>367</sup> del 1999, la cui attenzione era sostanzialmente focalizzata sullo sviluppo delle prestazioni transfrontaliere dei servizi d'investimento e, quindi, sulla necessità di mettere a punto un quadro che consentisse l'erogazione effettiva di tali prestazioni.

A tal fine, la Commissione aveva ritenuto che la Direttiva ISD andasse *“urgentemente aggiornata in modo da poter fungere da pietra angolare di un mercato mobiliare integrato”*.

In particolare, era stata sviluppata la consapevolezza che le operazioni transfrontaliere avrebbero potuto fiorire solo se i consumatori avessero potuto avere fiducia nella correttezza del servizio

---

<sup>364</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

<sup>365</sup> Ciò emerge espressamente dal Considerando (3) della Direttiva MiFID.

<sup>366</sup> Per approfondimenti sul tema vd. DE GIOIA-CARABELLESE P., *“Attività bancaria e di investimento «fuori sede», «tied agents» e consulenza finanziaria nella nuova direttiva sui servizi di investimento su strumenti finanziari: prime riflessioni e spunti critici”* in *Il Nuovo Diritto*, 2006.

<sup>367</sup> Cfr. *“Comunicazione della Commissione - Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione”*, COM(1999) 232 def., Bruxelles 11.05.1999. In particolare, a fronte dell'invito del giugno 1998 del Consiglio europeo di Cardiff rivolto alla Commissione, finalizzato *“a presentare, prima del Consiglio europeo di Vienna, un quadro di azioni intese a migliorare il mercato unico dei servizi finanziari”*, la Commissione ha pubblicato una comunicazione (COM (1998) 625 del 28.10.1998: *“Servizi finanziari: elaborazione di un quadro di azione”*) nella quale aveva individuato una serie di temi sui quali riteneva urgente prendere iniziative per beneficiare pienamente dei vantaggi della moneta unica e assicurare un funzionamento ottimale del mercato finanziario europeo. I lavori della Commissione avevano condotto al Piano d'Azione di cui sopra.

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

fornito e dei metodi di vendita usati nonché nelle credenziali presentate dal fornitore e, quindi, se fosse stato instaurato un clima di fiducia tra prestatori e beneficiari dei servizi finanziari.

In quest'ottica, tra le azioni con grado di priorità 1, erano state individuate quelle finalizzate a *“tracciare le linee di un'interpretazione comune in materia di applicazione delle norme per la protezione degli investitori, comprese le «norme di comportamento»*<sup>368</sup> e la Commissione aveva riconosciuto particolare importanza proprio alla consulenza in materia di investimenti, dandone atto nelle proposte di revisione della Direttiva ISD e nei lavori preparatori della Direttiva MiFID<sup>369</sup>.

Con la Direttiva MiFID I, quindi, la consulenza non solo è stata assunta al rango di servizio di investimento (e sottoposta a riserva)<sup>370</sup>, ma ha anche assunto un ruolo preminente sugli altri servizi di investimento.

Le regole della suddetta Direttiva e quelle della Direttiva 2006/73/CE (di livello 2) erano state anche assoggettate al regime di massima armonizzazione, in modo da avere una disciplina il più uniforme possibile tra i vari Stati membri e da impedire che potessero

---

<sup>368</sup> Per ulteriori dettagli circa i successivi interventi in sede europea si rinvia a quanto già detto al par. 1.1 (a partire dalla c.d. procedura Lamfalussy).

<sup>369</sup> Nella *“Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets”* del 19 novembre 2002, ad esempio, si da atto che la *“ISD does not span the full range of investor-oriented services (e.g. advice, new distribution channels) [...] some of these activities, when undertaken as the main or regular occupation of the firm, may pose material risks to investors or market efficiency/stability”*. A tal fine, *“The proposed Directive will harmonise the initial authorisation and operating conditions for investment firms established in the EU. The relevant provisions embody a high level of protection for investors/clients which rely on investment firms for advice, to intervene in the market on their behalf, or to manage their personal investment portfolios”*. Conseguentemente, *“It is proposed to recognise investment advice as an autonomous and increasingly important financial business in its own right. Its inclusion as a core ISD service should help to provide a regulatory framework which addresses the investor-facing risks specific to this business in a proportionate and flexible manner”* e *“ISD revision will allow multi-functional investment firms to cumulate investment advice with other services. In this case, the revised ISD will entail stringent conflict of interest management and disclosure by such entities in order to ensure that the interests of the investor are paramount when advice is provided”*. COM(2002) 625 final (disponibile su [www.europa.eu](http://www.europa.eu)).

<sup>370</sup> Cfr. SFAMENI P. – GIANNELLI A., op. cit., pag. 91.

essere imposti obblighi aggiuntivi rispetto a quelli ivi previsti (c.d. divieto di “*gold plating*”), secondo quanto stabilito dall’art. 4, par. 1, della suddetta Direttiva di livello 2.

Il legislatore comunitario con l’occasione ha fornito, all’art. 4 della Direttiva MiFID, una definizione di consulenza in materia di investimenti, intendendo con ciò la “*prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari*”<sup>371</sup>.

Ai sensi dell’art. 52 della Direttiva di livello 2, “*una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore*”.

Detto diversamente, una raccomandazione è personalizzata quando viene presentata come “adatta per il cliente” ovvero quando è basata sulle caratteristiche del cliente stesso e contiene la realizzazione di una delle seguenti operazioni:

a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento;

b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

Non si ha una raccomandazione personalizzata, invece, se la raccomandazione viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico.

---

<sup>371</sup> Cfr. Art. 4, par. 1, n. 4), della citata Direttiva.



## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

In definitiva, affinché si possa parlare di consulenza in materia di investimenti è necessario che vengano prestate “raccomandazioni personalizzate” aventi ad oggetto strumenti finanziari al fine di consentire al cliente di assumere decisioni di investimento “informate”, ossia basate su una valutazione (operata dal consulente), non solo delle specifiche caratteristiche del cliente stesso, ma anche delle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto della raccomandazione.

È indifferente, poi, che tali raccomandazioni siano prestate dall’intermediario su propria iniziativa ovvero su iniziativa del cliente. La consulenza, infatti, può essere prestata (1) in maniera “attiva”, su iniziativa dell’intermediario mediante l’avanzamento di proposte di consulenza al cliente ovvero (2) in maniera “reattiva” al cliente che ha individuato autonomamente un’operazione in strumenti finanziari, fornendo, se del caso, alternative più efficienti<sup>372</sup>.

L’art. 3 della Direttiva MiFID ha, tuttavia, previsto la facoltà che gli Stati membri non applichino le norme in essa contenute ad alcuni soggetti tra cui (1) quelli non autorizzati a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e (2) quelli non autorizzati a prestare servizi di investimento tranne la ricezione e trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d’investimento collettivo e l’attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari. In questi casi, quindi, la disciplina è stata sottratta al suddetto regime dell’armonizzazione massima.

---

<sup>372</sup> Cfr. DUS S., op. cit.. Di articolare interesse è il documento “*Question & Answers - Understanding the definition of advice under MiFID*” del CESR del 19 aprile 2010, in cui è anche previsto un articolato “*five key tests*” attraverso cui un’impresa può giungere a determinare se il servizio offerto costituisce consulenza in materia di investimenti. Cfr. *CESR/10-293* disponibile all’indirizzo Internet <https://www.esma.europa.eu/document/question-and-answers-understanding-definition-advice-under-mifid>.

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

La Direttiva MiFID II ha, poi, confermato le motivazioni che avevano condotto il legislatore della Direttiva MiFID a riportare la consulenza tra i servizi di investimento soggetti ad autorizzazione, evidenziando che *“a motivo dell’importanza sempre considerevole delle raccomandazioni personalizzate per i clienti e della crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori”*<sup>373</sup>.

A questi fini, essa è intervenuta sulle misure relative all’informativa alla clientela e alle regole di adeguatezza (oltre che di appropriatezza) nonché sulle regole di condotta da seguire anche (e soprattutto) con riferimento al servizio di consulenza. Sul punto si rinvia a quanto già discusso nel capitolo I.

La medesima Direttiva ha suddiviso la consulenza in due tipologie, indipendente e non indipendente, dettando per ciascuna di esse un’apposita disciplina e regole *ad hoc*. Per tali aspetti si rinvia a quanto già detto, con riferimento al contesto italiano, nel capitolo IV.4.6<sup>374</sup>.

Fatte queste premesse, rimane da inquadrare la consulenza in materia di investimenti nell’ambito della Direttiva IVA.

### 5.2.2 Profili fiscali

Come già si è avuto modo di osservare, l’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA individua le esenzioni (per la parte che a noi interessa in questa sede) facendo generico riferimento alle *“operazioni,*

---

<sup>373</sup> Cfr. il Considerando (70) della Direttiva MiFID II.

<sup>374</sup> Preme aggiungere in questa sede che in alcuni Paesi europei e, in particolare, oltre che nel Regno Unito, anche in Olanda, vige il modello c.d. *RGR - Retail Distribution Review*. Si tratta, in estrema sintesi, di una normativa che prevede, per gli intermediari che prestano consulenza agli investitori privati, che siano remunerati esclusivamente dai clienti con parcelle e non dalle case prodotto con commissioni. Per approfondimenti sul tema in UK si rinvia al seguente link: <https://www.fca.org.uk/publications/calls-input/evaluation-rdr-famr>

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

*compresa la negoziazione [...], relative ad azioni, quote parti di società o associazioni, obbligazioni e altri titoli ...*". Compito dell'interprete è quello di valutare se i servizi di investimento e, in particolare, quello di consulenza, possa rientrare nel campo delle suddette esenzioni o se, invece, debba essere ricondotto alla disciplina ordinaria e, pertanto, essere assoggettato al tributo.

La questione, in realtà, è stata a lungo dibattuta e, ancora oggi, genera diversi interrogativi.

Con il *Working Paper* n. 849 del 22 aprile 2015, su cui ci siamo a lungo soffermati<sup>375</sup>, il Comitato IVA si è interrogato sulla questione posta dall'Amministrazione Finanziaria italiana e, in particolare, se il servizio di consulenza in materia di investimenti possa essere fatto rientrare nella categoria della "negoziazione in titoli".

Al riguardo, evidenziando la necessità di un'analisi caso per caso<sup>376</sup>, il Comitato IVA ha sollecitato una certa cautela nel ricondurre il servizio in esame tra quelli esenti di cui alla lett. f), del paragrafo 1, dell'art. 135.

In particolare, richiamando la causa *CSC*, il Comitato ha innanzitutto evidenziato che la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti è differente rispetto ai servizi che si limitano a fornire informazioni sui prodotti finanziari ed, eventualmente, a ricevere e ad evadere le relative richieste di sottoscrizione (quali i servizi offerti dalla *CSC*, appunto) che, quindi, rimangono imponibili ai fini IVA.

---

<sup>375</sup> Si veda, al riguardo, quanto detto al cap. II.2.4.2.

<sup>376</sup> Il Comitato, in particolare, ha sottolineato che "*Given that the question tabled by Italy is rather general, it is beyond the capacity of the Commission services to conclude for all cases involving the provision of investment advice in securities whether the application of Article 135(1)(f) of the VAT Directive is pertinent, since each case needs to be examined in detail.*".

Esso ha, tuttavia, sottolineato come il ragionamento seguito dalla Corte di giustizia nella suddetta causa al fine di escludere i servizi prestati dalla CSC dal campo delle esenzioni si fondi non sul fatto che tali servizi si concretizzano nel fornire semplici informazioni alla clientela piuttosto che una vera e propria consulenza, bensì sul fatto che il fornitore non agisce quale “mediatore” tra le parti<sup>377</sup>.

Sebbene la consulenza possa sicuramente consistere, tra l'altro, nell'indicare le occasioni per la conclusione di un contratto, come evidenziato dalla stessa Corte nella sentenza CSC, il Comitato ha sostenuto che non sia questa la caratteristica essenziale che un servizio deve avere per essere considerato attività di negoziazione in titoli. Elemento fondamentale è, invece, che esso rappresenti un “distinto atto di mediazione” e cioè che il prestatore agisca come un mediatore tra le parti senza occupare la posizione di una di esse e che faccia tutto il necessario perché due parti concludano un contratto.

Su tali basi, il Comitato IVA ha ritenuto che il concetto di “negoziazione in titoli” debba essere riferito esclusivamente alle attività di un intermediario il cui compito sia quello di negoziare le condizioni di una transazione per conto delle parti.

Esso ha anche rilevato che la consulenza in materia di investimenti potrebbe, in termini generali:

- non implicare alcuna attività di negoziazione tra le parti (anche se obiettivo ultimo del consulente fosse la conclusione del contratto avente ad oggetto i titoli per cui lo stesso presta la consulenza);

---

<sup>377</sup> La CSC, infatti, sostiene che i servizi che essa fornisce alla *Sun Alliance* rientrano nella nozione di “negoziazione relativa a titoli” (cfr. par. 34 della sentenza CSC).

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

- concretizzarsi semplicemente in raccomandazioni a un cliente il quale potrebbe, poi, decidere di porle o meno in essere;
- essere prestata da consulenti che non hanno alcun rapporto con chi offre i titoli oggetto della raccomandazione, ma solo con l'investitore (o potenziale tale).

In tutti i suddetti casi il servizio di consulenza in materia di investimenti non può qualificarsi, secondo il parere del Comitato IVA, quale “mediazione” o “intermediazione” tra chi offre i titoli e l'investitore. Venendo meno, quindi, il coinvolgimento del consulente tanto nella vera e propria attività di negoziazione quanto nella conclusione del contratto, non si renderebbe applicabile il regime delle esenzioni di cui al citato art. 135.

Il parere sembra fornire molti spunti utili al fine di valutare la prestazione del servizio di consulenza e, conseguentemente, inquadrarla nel campo delle esenzioni da IVA piuttosto che in quello delle operazioni imponibili. Ciò quantomeno con riferimento alla nozione di “negoziazione”.

Prima di valutare la praticabilità di tale strada, preme però rilevare che la consulenza potrebbe essere (almeno teoricamente) attratta al regime delle esenzioni anche seguendo altri criteri, ad esempio riconducendola alle operazioni relative a titoli oppure alle operazioni accessorie rispetto ad altre operazioni principali esenti dall'IVA.

Con riferimento a tali ultimi aspetti è il caso di evidenziare che, in alcuni casi, la Corte di giustizia si è trovata ad analizzare,

direttamente o indirettamente, la possibilità di ricondurre il servizio di consulenza in materia di investimenti alle operazioni in titoli.

In *Deutsche Bank*<sup>378</sup>, ad esempio, la Corte (e l'Avvocato Generale) hanno sostenuto, incidentalmente, che il servizio di consulenza (sia pur nell'ambito della gestione individuale di portafogli) non presuppone necessariamente la realizzazione di operazioni idonee a creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli e che, quindi, non sia esente da IVA ai sensi dell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA. In particolare:

- secondo l'Avvocato Generale, parte della prestazione complessiva (l'impiego, cioè, della competenza finanziaria specifica), *“sebbene atta a condurre ad azioni che creano, modificano o estinguono diritti e obbligazioni, può anche non portare a detto risultato”*;
- secondo la Corte, le prestazioni di analisi e di custodia del patrimonio *“non presuppongono necessariamente la realizzazione di operazioni idonee a creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli”*.

Se è vero che la consulenza non può essere considerata esente da IVA quale operazione relativa a titoli nell'ambito del servizio di gestione di portafogli *a fortiori* non dovrebbe esserlo quale servizio autonomamente prestato. Il servizio di gestione di portafogli, infatti, è caratterizzato dalla delega al gestore da parte del cliente il quale lo autorizza ad acquistare e vendere titoli, con piena discrezionalità, in suo nome e per suo conto e nel quadro della strategia indicata. In un tale contesto, in cui il gestore organizza le proprie competenze finanziarie specifiche e le proprie attività di analisi al fine di massimizzare il

---

<sup>378</sup> Sentenza del 19 luglio 2012, causa C-44/11.

rendimento per il cliente, senza necessità di chiedere autorizzazione al cliente stesso per porre in essere le relative operazioni di acquisto e di vendita di titoli, è più probabile che la consulenza si concretizzi nella realizzazione di operazioni idonee a creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli rispetto, invece, alla consulenza quale servizio autonomamente prestato in cui il cliente, di volta in volta, può decidere se porre in essere l'operazione raccomandata o meno.

Questo ragionamento dovrebbe valere nell'ipotesi in cui si accetti di adottare un approccio generale ed evitare, quindi, di analizzare ogni singola prestazione di consulenza per valutare se si concretizzi o meno in operazioni di acquisto o di vendita. E questo sembra l'approccio adottato dalla Corte di Giustizia europea nei (pochi) casi in cui è stata chiamata ad esprimersi sul servizio di consulenza.

Oltre che con la suddetta sentenza *Deutsche Bank*, anche con la sentenza 7 marzo 2013, causa C-275/11 *GfBk* la Corte ha trattato del servizio di consulenza (sia pur in modo molto generico). Tralasciando il contesto in cui la Corte è stata chiamata ad esprimersi, caratterizzato dalla esternalizzazione dei servizi di consulenza nell'ambito della gestione di fondi comuni di investimento, nonché l'esito della controversia, segnato da una sorta di forza di attrazione che la gestione di un fondo comune di investimento eserciterebbe su una serie di servizi distinti (quali, appunto, quello di consulenza) all'indomani della pronuncia della CGE nella nota sentenza *Abbey National*<sup>379</sup>, la Corte, incidentalmente, ha menzionato “*i servizi di consulenza forniti a persone fisiche o giuridiche che investono direttamente il loro denaro in titoli*”.

---

<sup>379</sup> Sentenza del 4 maggio 2006, causa C-169/04.

Tali servizi, secondo il parere della Corte, sarebbero imponibili in termini generali, senza riferimento al caso concreto<sup>380</sup>; l'eccezione sarebbe costituita dai servizi di consulenza relativi alla gestione dei fondi comuni di investimento, esternalizzati ad un fornitore terzo, i quali sarebbero esenti (essendo "attratti", appunto, alla disciplina dettata per i fondi comuni).

Al riguardo, la Corte ha sottolineato che il principio della neutralità fiscale non viene intaccato dal diverso trattamento IVA in quanto:

- *“gli investitori che investono direttamente il loro patrimonio in titoli non sono assoggettati ad IVA”* e
- *obiettivo dell'esenzione delle operazioni collegate alla gestione di fondi comuni d'investimento “è quello di agevolare ai piccoli investitori l'investimento in titoli tramite organismi d'investimento collettivo escludendo i costi dell'IVA, al fine di garantire la neutralità del sistema comune dell'IVA quanto alla scelta tra l'investimento diretto in titoli e quello mediante organismi d'investimento collettivo”.*

In sostanza ciò che rileva, secondo il ragionamento della Corte, è che le due modalità di investimento, quello diretto e quello indiretto, siano trattate fiscalmente allo stesso modo. Cosa diversa è la consulenza, soggetta generalmente ad IVA (secondo il ragionamento della Corte), salvo che non venga “attratta”<sup>381</sup>, appunto (come si

---

<sup>380</sup> Cfr. par. 29 della citata sentenza *GfBk*.

<sup>381</sup> Il fatto che la “forza di attrazione” esercitata dal servizio di gestione di fondi comuni di investimento rappresenti un'eccezione trova conferma, d'altronde, anche nelle parole della Corte secondo cui, affinché le prestazioni di consulenza e di informazione fornite da un terzo possano rientrare nel campo di applicazione delle esenzioni (previste per la gestione dei fondi comuni d'investimento), non rileva “il fatto che non comportino una modifica della situazione giuridica e finanziaria del fondo” (cfr. par. 26 della Sentenza *GfBk*). Nel ragionamento della Corte in *GfBk* non è chiaro perché non venga intaccato il principio di neutralità dal momento che (1) i piccoli



evidenziava poc'anzi), alla disciplina di esenzione da IVA prevista per la gestione di un fondo comune di investimento, come si verifica nel caso posto all'attenzione della Corte.

La suddetta affermazione circa il trattamento fiscale del servizio di consulenza in materia di investimenti, diverso da quello prestato ad un gestore di fondi comuni di investimento, esula da qualsivoglia analisi circa la riconducibilità dello stesso alle operazioni in titoli ovvero alla negoziazione. Così posta l'affermazione, per quanto incidentale, molto generica e priva di elementi che possano consentire di valutarne il reale significato, porterebbe a ritenere che la consulenza fornita a persone fisiche o giuridiche che investono direttamente il loro denaro in titoli sia sempre imponibile ai fini IVA e, quindi, che non possa rientrare tra le esenzioni previste dall'art. 135 della Direttiva.

Rinviando, per il momento, qualsiasi ulteriore considerazione al riguardo, sulla base di quanto emerso dalla sentenza *Deutsche Bank* e delle ulteriori considerazioni poc'anzi svolte si può ritenere che la consulenza non possa essere ricondotta alle **operazioni relative a titoli**.

D'altronde il Comitato IVA<sup>382</sup>, richiamando la decisione della Corte di giustizia europea nella sentenza *CSC*, secondo cui le operazioni in titoli sono operazioni in grado di creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli, aveva

---

investitori che intendono investire in titoli tramite organismi di investimento collettivo possono usufruire della consulenza fornita dai gestori degli stessi senza subire i costi dell'IVA, mentre (2) i medesimi piccoli investitori che intendono investire direttamente il loro patrimonio in titoli e vogliono usufruire del servizio di consulenza in materia di investimenti devono subire i costi dell'IVA. Leggermente diverso il ragionamento nella sentenza *Abbey National*, in cui la Corte, focalizzandosi sulla esternalizzazione di alcuni servizi, ha sostenuto che “il tenore letterale dell'art. 13, parte B, lett. d), punto 6, della sesta direttiva non esclude, in linea di principio, che la gestione di fondi comuni di investimento sia smembrata in diversi servizi distinti che possono così rientrare nella nozione di «gestione di fondi comuni di investimento», ai sensi di tale disposizione, e beneficiare dell'esenzione da essa prevista, anche qualora siano forniti da un gestore esterno”, a condizione che tali servizi formino “un insieme distinto, valutato globalmente, che abbia l'effetto di adempiere le funzioni specifiche ed essenziali del servizio descritto” (sentenza 4 maggio 2006, causa C-169/04, par. 67-70).

<sup>382</sup> Il Comitato IVA, lo si ricorda, aveva espresso la necessità di un'analisi caso per caso (a differenza di quanto fatto dalla CGE).

riconosciuto come “improbabile” (“*unlikely*”) che la consulenza potesse assumere tale natura.

Quanto al tema dell’**accessorietà**, esso richiederebbe (teoricamente) un’analisi caso per caso al fine di verificare se, effettivamente, il servizio di consulenza possa assumere un ruolo accessorio rispetto ad un altro servizio esente ai sensi dell’art. 135 della Direttiva IVA (quale l’esecuzione di ordini per conto dei clienti o la ricezione e trasmissione di ordini) e, quindi, essere assoggettato al medesimo trattamento fiscale<sup>383</sup>.

Tuttavia, sulla base dell’approccio seguito nel presente lavoro e, cioè, di leggere la Direttiva IVA alla luce della Direttiva MiFID, risulta alquanto arduo considerare la consulenza in materia di investimenti quale servizio accessorio ad altri servizi di investimento, quantomeno all’indomani dell’entrata in vigore della normativa comunitaria di matrice MiFID.

Come si avrà modo di approfondire nel paragrafo successivo, infatti, mentre la Direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari aveva classificato la consulenza in materia di investimenti tra i cc.dd. “servizi accessori”, la Direttiva MiFID I l’ha ricondotta tra i servizi di investimento *stricto sensu* facendole guadagnare pari grado e dignità, con una propria autonomia e proprie regole.

Si ritiene, quindi, che il servizio di consulenza in materia di investimenti non possa rivestire carattere secondario rispetto ad altri

---

<sup>383</sup> Ciò è stato ribadito, ad esempio, in *Ludwig* (causa C-453/05) dove la Corte ha sostenuto che “*la circostanza che un soggetto passivo analizzi la situazione patrimoniale di clienti da lui reperiti affinché ottengano un credito non osta al riconoscimento di una prestazione di negoziazione di crediti, esente [...] se, alla luce degli elementi interpretativi esposti in precedenza, la prestazione di negoziazione di crediti offerta dal soggetto passivo in parola dev’essere considerata la prestazione principale rispetto alla quale la prestazione di consulenza finanziaria è accessoria, per cui a quest’ultima si applica la stessa disciplina tributaria della prima. Spetta al giudice del rinvio accertare se ciò si sia verificato nel caso con cui è stato adito*” (par. 20).

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto europeo

servizi di investimento tanto da poter essere attratto, ai fini IVA, al medesimo trattamento fiscale e che abbia autonoma rilevanza e debba essere interpretato indipendentemente dagli altri servizi di investimento. Ciò anche sulla base delle indicazioni fornite dalla giurisprudenza comunitaria e di cui si è già discusso nel capitolo II.

Avendo, quindi, escluso che la consulenza in materia di investimenti possa rientrare tra le operazioni in titoli e, in termini generali, tra le operazioni accessorie, rimane da valutarne la riconducibilità della stessa all'attività di **negoziazione** nell'accezione emersa dall'interpretazione della Corte di giustizia europea e fatta propria dal Comitato IVA.

Quest'ultimo, tuttavia, nel citato parere fornito all'Amministrazione Finanziaria italiana, aveva posto una serie di limiti alla possibilità di ricondurre la consulenza nell'ambito della negoziazione e, in particolare, aveva evidenziato la necessità che essa rappresenti, a tal fine, un "distinto atto di mediazione".

In quest'ottica, la finalità dell'attività di "negoziazione" deve essere quella di fare il necessario perché due parti concludano un contratto senza che il negoziatore abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso.

Preme ribadire al riguardo che la proposta di Direttiva del Consiglio, recante modifica della Direttiva IVA 2006/112, di cui si è già discusso, aveva (introdotto tra le attività esenti e) definito l'operazione di intermediazione come "*la prestazione di servizi resi ad una parte contrattuale, e da questa remunerati, come distinta attività di mediazione*".

La relativa proposta di Regolamento faceva poi rientrare la consulenza in materia di investimenti nell'ambito dell'intermediazione.

L'art. 10, infatti, stabiliva che un'attività costituisce una “*distinta attività di mediazione*” almeno se è soddisfatta, tra le altre, la seguente condizione: l'attività consiste nella prestazione di una consulenza che implica conoscenze specializzate riguardo ad un servizio assicurativo o finanziario esente.

Nulla diceva con riferimento agli aspetti emersi dall'interpretazione fornita nel tempo dalla Corte di giustizia e, in particolare, circa la necessità che tale attività fosse finalizzata a far sì che due parti concludano un contratto senza che il negoziatore abbia un proprio interesse riguardo al contenuto del contratto stesso. Anzi, proprio l'attività di consulenza sembrava costituire, ai sensi della suddetta proposta, una “*distinta attività di mediazione*”, a prescindere dalla conclusione di un qualsiasi contratto<sup>384</sup>.

Ad ogni modo, la suddetta proposta non ha avuto alcun seguito. Tornando, quindi, alla questione circa la riconducibilità del servizio di consulenza in materia di investimenti all'attività di “*negoziazione*”, essa verrà affrontata dopo aver analizzato il contesto italiano in considerazione del parere che, su tale questione, l'Agenzia delle Entrate ha richiesto a un organo “*comunitario*” qual è appunto il Comitato IVA. Si è ritenuto, in sostanza, che le considerazioni fatte con riferimento al contesto italiano possano valere *mutatis mutandis* anche per quello europeo.

### ***5.3 La consulenza in materia di investimenti nel contesto italiano***

---

<sup>384</sup> È il caso di evidenziare al riguardo che la stessa Commissione che ha presentato la suddetta proposta non sembra essere stata sempre dello stesso parere. Nelle osservazioni presentate nella causa CSC, ad esempio, la Commissione aveva sostenuto che il termine «*negoziazione*» si riferisce “*soltanto alle attività d'intermediari il cui ruolo consiste nell'intervenire nell'esecuzione di un'operazione e nel negoziarne le condizioni a nome di una delle parti*” e che “*il contributo di tali intermediari all'operazione può essere considerato di rilevanza equivalente a quello delle parti stesse*”. Cfr. par. 36 della sentenza CSC.

### 5.3.1 *La consulenza tra attività “libera” e “riservata”*

Nel lontano 1987, in un periodo in cui era in atto ovunque nel mondo il processo di disintermediazione bancaria ed il contestuale sviluppo della figura dell'operatore polifunzionale, l'esigenza di disciplinare l'attività di gestione di patrimoni mobiliari<sup>385</sup> era molto sentita e il tema di maggior interesse era quello della disciplina dei conflitti di interesse.

Il progetto di riforma del mercato mobiliare presentato dalla Consob in quel periodo<sup>386</sup>, così come alcuni emendamenti proposti in Senato al d.d.l. n. 953 sulle Sim, erano volti a dare riconoscimento a queste realtà, prevedendo società abilitate a svolgere negoziazioni, consulenza e gestione, in un contesto in cui, tra l'altro, era in preparazione una direttiva CEE sugli intermediari non bancari in base alla quale tali soggetti, una volta autorizzati in uno Stato membro, potevano fornire servizi finanziari (negoiazione, consulenza e gestione di valori mobiliari, appunto) in tutti gli altri Stati membri.

Essendo già allora evidente come una vera e propria separazione tra i suddetti servizi fosse astratta e come nella realtà il servizio richiesto dalla clientela risultasse una combinazione di tali tre attività, l'esigenza di un ordinamento al passo con i tempi era molto forte.

In tale contesto, i rischi che potevano derivare alla clientela dalla consulenza per l'effettuazione degli investimenti erano ben presenti. Il progetto Consob proponeva, quindi, per ognuna delle tre attività (e, quindi, anche per la consulenza) un tipo di regolamentazione idonea ad

---

<sup>385</sup> Tale attività era esercitata da diverse categorie di imprese, tra cui banche, agenti di cambio, commissionari di borsa, società finanziarie.

<sup>386</sup> Il progetto è stato presentato dalla Consob al Governo il 30 aprile 1987.

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

assicurare un livello minimo di tutela agli investitori e, conseguentemente, di affidabilità del mercato nel suo complesso<sup>387</sup>.

A seguito delle suddette iniziative, dopo un percorso tutt'altro che lineare, si giunse alla Legge 2 gennaio 1991, n. 1, contenente la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e le disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari. L'art. 1, comma 1, lett. e), in particolare, includeva la "consulenza in materia di valori mobiliari" tra le "attività di intermediazione mobiliare" (oggi, servizi di investimento) e, come tale, il suo esercizio professionale nei confronti del pubblico era riservato a banche e Sim ed era subordinato al rilascio di apposita autorizzazione.

La Consob definì, quindi, l'attività di consulenza come quell'attività che "*consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso*"<sup>388</sup>.

Essa specificò anche i requisiti e le caratteristiche che erano ritenuti tipicamente concorrenti alla definizione del servizio di consulenza:

- a) esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso;
- b) posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;

---

<sup>387</sup> Cfr. la Relazione Consob per l'anno 1987, reperibile all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>388</sup> Cfr. Comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29-11-1991. Per approfondimenti sugli aspetti relativi al contratto di consulenza vd. PARRELLA F., "*Il Contratto di consulenza finanziaria*" in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), "*I contratti del mercato finanziario*" in P. Rescigno e E. Gabrielli (diretto da), "Trattato dei contratti", Torino, 2011.

- c) inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;
- d) circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato<sup>389</sup>.

L'art. 24, comma 3, del Regolamento approvato con Delibera Consob n. 5387 del 2 luglio 1991 stabiliva, tuttavia, che la struttura organizzativa competente all'esercizio delle attività di negoziazione per conto proprio o per conto terzi e di raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari (di cui alle lettere a) e d), del comma 1, dell'art. 1, della Legge n. 1/1991) può fornire ai clienti, su richiesta degli stessi, indicazioni circa singole operazioni.

In sostanza, ai soggetti abilitati a fornire i suddetti servizi non si applicava la disciplina della consulenza<sup>390</sup> e, quindi, non era necessaria la richiesta autorizzazione in caso di indicazioni sulle singole operazioni.

L'art. 14 del Regolamento approvato con delibera Consob del 2 luglio 1991, n. 5388, inoltre, espressamente stabiliva che *“il promotore illustra al cliente gli elementi essenziali dell'operazione finanziaria proposta, con particolare riferimento ai relativi rischi patrimoniali”* (comma 5) e *“fornisce al cliente le informazioni necessarie per fargli compiere le scelte più aderenti ai suoi interessi ed alla sua situazione finanziaria”* (comma 6)<sup>391</sup>. Ciò ad eccezione della consulenza effettuata

---

<sup>389</sup> Cfr. Consob, *“Scheda di approfondimento – I servizi e Le attività di investimento. Alcune nozioni”*, ottobre 2007, 5.

<sup>390</sup> Fatto salvo quanto previsto dall'art. 36, comma 2 (il vaglio di adeguatezza dell'operazione per il cliente in relazione agli altri suoi investimenti ed alla sua situazione finanziaria) e 5 (obbligo di redigere e conservare le schede cliente), e l'applicazione dell'art. 4, comma 2 (ossia della disciplina sul conflitto di interesse) del suddetto Regolamento.

<sup>391</sup> Sul punto vd. anche Cass. Civ., sez. I, 12 aprile 2005, n.7546.

secondo la modalità “porta a porta”, secondo la previsione di cui all’art. 5, comma 3, della Legge n. 1/1991.

Al tempo stesso, l’art. 11, comma 6, del Regolamento Banca d’Italia del 2 luglio 1991, stabiliva che la consulenza in materia di valori mobiliari è esercitata separatamente dalle altre attività di intermediazione mobiliare (ad eccezione della gestione) – c.d. separazione organizzativa – e che non rientrano nell’attività di consulenza in valori mobiliari le indicazioni su singole operazioni inerenti a servizi forniti alla clientela nell’esercizio delle attività di negoziazione, collocamento, gestione e raccolta di ordini.

In altri termini, anche ai sensi di tale ultima disposizione, l’abilitazione all’esercizio delle suddette attività era sufficiente a consentire l’erogazione di “indicazioni su singole operazioni” senza una specifica autorizzazione.

Da ultimo, l’art. 5, comma 2, del suddetto Regolamento Banca d’Italia stabiliva che le Sim autorizzate all’esercizio delle attività di collocamento e distribuzione di valori mobiliari possono svolgere, oltre alla “consulenza strumentale” al collocamento, le attività di negoziazione, gestione e raccolta di ordini.

In questo contesto nazionale, la Direttiva 93/22/CEE<sup>392</sup> relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari ha classificato, invece, le “*consulenze in materia di investimenti in merito ad uno o più strumenti*” finanziari tra i cc.dd. “servizi accessori” e non tra i servizi di investimento.

Conseguentemente, all’atto del suo successivo recepimento in Italia, il D. Lgs. n. 415/1996 (c.d. Decreto Eurosim) ha ricompreso la

---

<sup>392</sup> Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993.



consulenza tra i servizi accessori, scelta successivamente confermata dal TUF<sup>393</sup>.

Tale attività, non essendo più soggetta a riserva né, conseguentemente, a specifica autorizzazione poteva essere svolta liberamente da chiunque. Secondo quanto chiarito dalla Consob<sup>394</sup>, la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti era libera e poteva, pertanto, esplicarsi sia in forma individuale che in forma societaria. In particolare, nella prestazione del servizio di consulenza i soggetti diversi dagli intermediari autorizzati non erano tenuti al rispetto della disciplina delineata dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi.

Quando, invece, il servizio veniva prestato dagli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento la consulenza, rientrando tra i servizi accessori, era assoggettata alle regole di condotta dettate dal Testo Unico e dal Regolamento n. 11522/1998.

Tale differenza di trattamento in ordine allo svolgimento della medesima attività da parte di soggetti diversi trovava giustificazione nella *“superiore capacità di attrazione del pubblico di cui [gli intermediari] ... godono in ragione del proprio status di operatori vigilati in regime di riserva di attività. La tutela che gli investitori ricevono nella fruizione dei servizi di investimento si estende per tale ragione anche ai servizi accessori”*<sup>395</sup>.

Da tutto quanto precede emerge come, nell'ordinamento nazionale previgente agli interventi di matrice MiFID, fosse stato

---

<sup>393</sup> Per approfondimenti sulla transizione verso i servizi di investimento cfr. ENRIQUES L., *“Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento”* in Riv. delle società, 1998.

<sup>394</sup> Comunicazione n. DI/99023323 del 26 marzo 1999.

<sup>395</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999 e Consob, *“Scheda di approfondimento – I servizi e Le attività di investimento. Alcune nozioni”*, cit..

tracciato un confine tra la consulenza “**in senso proprio**” (o pura)<sup>396</sup> e la “**consulenza incidentale**” (o strumentale o ancillare)<sup>397</sup>.

Secondo quanto evidenziato dalla Consob, la consulenza come servizio accessorio veniva “*nettamente distinta dalle singole prestazioni consulenziali, la cui abilitazione è insita nell’attività di negoziazione e di raccolta ordini [o di collocamento]. Il fornire singole indicazioni di investimento è infatti attività che «si contraddistingue, in primo luogo, per il fatto di essere prestata dall’intermediario negoziatore o raccoglitore di ordini [o collocatore] in stretta connessione con una specifica domanda in tal senso formulata, di volta in volta da parte della clientela. Inoltre, le relative indicazioni incontrano un limite obiettivo nelle caratteristiche delle operazioni richieste in via principale (o, meglio, dei valori mobiliari oggetto di tali operazioni) alle quali quelle suggerite in alternativa dall’intermediario*”

---

<sup>396</sup> La consulenza “in senso proprio” era la “consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”, ricompresa tra i servizi accessori di cui all’art. 1, comma 6, del TUF (nel vigore della legge n. 1/1991 la consulenza “in senso proprio” rientrava, invece, tra i servizi di investimento).

<sup>397</sup>La consulenza “incidentale” era quella ritenuta potenzialmente insita nella prestazione di ogni servizio di investimento e doveva ritenersi assorbita nella disciplina riguardante, in via generale, i servizi principali. Sul punto vd. anche GIORGINI E., “*Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*”, Edizioni Scientifiche Italiane, 2017, pagg. 34 ss.. Secondo quanto specificato dalla Consob nella già citata “*Scheda di approfondimento – I servizi e Le attività di investimento. Alcune nozioni*”, ottobre 2007, 5, “*La consulenza «in senso proprio» era la «consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari», ricompresa tra i servizi accessori di cui all’art. 1, comma 6 del TUF (si rammenta, che, nel vigore della legge n. 1/1991 la consulenza «in senso proprio» rientrava tra i servizi di investimento). La Consob ne aveva evidenziato alcuni elementi caratterizzanti tra cui, in particolare, un rapporto «personalizzato»; la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati ovvero l’inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare. La prestazione di tale servizio da parte degli intermediari richiedeva sempre la conclusione di un contratto scritto e ad esso si applicavano sempre tutte le regole di condotta previste dal Tuf per lo svolgimento dei «servizi accessori». La seconda figura («consulenza incidentale») era quella ritenuta potenzialmente insita nella prestazione di ogni servizio di investimento. Rispetto alla consulenza-servizio accessorio, quella «incidentale» presentava pertanto una portata strutturalmente meno ampia e doveva ritenersi assorbita nella disciplina riguardante, in via generale, i servizi principali: in questo quadro erano quindi applicabili gli obblighi di operare con diligenza, trasparenza e correttezza nell’interesse dei clienti; di acquisire e fornire informazioni adeguate; di svolgere, in termini generali, una gestione indipendente, sana e prudente (cfr. art. 21 Tuf; art. 26 ss. regolamento intermediari). Erano pure applicabili, tra le altre, le disposizioni in materia di conflitto di interessi.”.*

*devono risultare legate – è da ritenere – da un rapporto di similarità»*<sup>398</sup>.

Detto diversamente, la Consob<sup>399</sup> aveva sostanzialmente ritenuto che le prestazioni consulenziali fossero potenzialmente insite in ogni attività di intermediazione mobiliare e che tali prestazioni dovessero essere distinte dal servizio di consulenza, prima menzionato dall'art. 1, comma 1, lett. e) della legge n. 1/1991 (servizio principale) e, successivamente, dall'art. 1, comma 6, lett. e) del Tuf (servizio accessorio).

Senza dilungarci ulteriormente su tali aspetti appare evidente come, in un quadro giuridico così delineato, fossero elevati i rischi di confusione (*rectius*, di sovrapposizione) tra consulenza “pura” (prima “riservata”) da un lato e “incidentale” dall'altro e come fossero altrettanto elevati i rischi di prestazione del servizio di consulenza da parte di soggetti non autorizzati allo svolgimento dell'attività di gestione di patrimoni, eludendo di fatto gli obblighi posti dalla normativa.

Anche la consulenza prestata nell'attività di negoziazione e di raccolta ordini o di collocamento rischiava di trasformarsi (come di fatto è avvenuto) in una sorta di attività promozionale di prodotti, spesso in conflitto di interessi, a danno dei clienti/investitori andando a minare sul nascere il rapporto di fiducia tra questi e le reti di vendita<sup>400</sup>.

---

<sup>398</sup> Cfr. Consob, “*Scheda di approfondimento – I servizi e Le attività di investimento. Alcune nozioni*” cit..

<sup>399</sup> Comunicazione Consob BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994.

<sup>400</sup> Sul punto vd. NIGRO A., “*Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla «consulenza»?*” in *Dir. banca e mercato finanziario*, 1/2011, Pacini Giuridica, pag. 11.

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

La Direttiva MiFID I ha, quindi, riportato la “consulenza in materia di investimenti” tra i servizi di investimento, scelta successivamente confermata dalla Direttiva MiFID II<sup>401</sup>.

All'indomani del recepimento in Italia di quest'ultima Direttiva, la consulenza in materia di investimenti ha trovato una definizione all'interno del TUF. Ai sensi del comma 5-*septies*, dell'art. 1, infatti, per consulenza in materia di investimenti si intende “*la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari*”.

La norma è perfettamente in linea con il dettato della corrispondente disposizione di matrice comunitaria, per cui si rinvia a tutto quanto già detto al riguardo<sup>402</sup>. Si aggiunge in questa sede che in Italia lo svolgimento abituale e a titolo professionale del servizio di consulenza è oggi soggetto ad autorizzazione e a riserva di attività.

Ai sensi dell'art. 18 del TUF, in particolare, esso può essere prestato dalle banche e dalle imprese di investimento, dalle SGR (previo rilascio di apposita autorizzazione) e dalle società di gestione UE (qualora autorizzate nello Stato membro di origine).

Gli artt. 18-*bis* e 18-*ter*, poi, disciplinano la prestazione della consulenza in materia di investimenti da parte, rispettivamente, dei consulenti finanziari e delle società di consulenza finanziaria, facendo loro divieto di detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e previa

---

<sup>401</sup> Sulle norme applicabili al servizio di consulenza in materia di investimenti vd. TOFANELLI M., “*La consulenza tra norme di organizzazione e norme di comportamento*”, in Riv. Bancaria, 2011.

<sup>402</sup> Vedi *supra* par. 5.2.1.

iscrizione nell'albo unico dei consulenti finanziari<sup>403</sup> tenuto dall'apposito Organismo di vigilanza<sup>404</sup>.

Si tratta di soggetti non abilitati *ex art.* 18 del TUF, ai quali si applicano disposizioni *ad hoc* stabilite dalla Consob con apposito Regolamento e, in generale, una disciplina più snella in considerazione del fatto che il servizio di consulenza viene prestato, in questo caso, in via esclusiva.

Ai consulenti finanziari autonomi di cui all'art. 18-*bis* e alle società di consulenza finanziaria di cui all'art. 18-*ter* si applica la disciplina in materia di servizi di investimento ai sensi di quanto previsto dal Regolamento Intermediari, attuativo dell'art. 31, comma 6, del TUF, come modificato dall'art. 9, comma 1, lett. o) della legge di delegazione europea 2014, n. 114 del 9 luglio 2015, in conformità all'art 3 della Direttiva MiFID II.

Dal 1° dicembre 2018 i poteri di vigilanza su tali soggetti sono in capo all'Organismo dei Consulenti Finanziari, ai sensi dell'art. 13, comma 1-*ter*, del decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148 c.d. D.L. Fisco (convertito con legge n. 172 del 4 dicembre 2017).

Rinviando a tutto quanto già detto al cap. I trattando, in generale, dei servizi di investimento e, in particolare, delle relative regole di condotta, ci si focalizzerà nel seguito sul trattamento fiscale in Italia del servizio di consulenza in materia di investimenti.

### 5.3.2 *La disciplina fiscale dettata dal DPR n. 633/1972*

---

<sup>403</sup> Nel quale sono iscritti, in tre distinte sezioni, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria.

<sup>404</sup> Costituito dalle associazioni professionali rappresentative dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, dei consulenti finanziari autonomi, delle società di consulenza finanziaria e dei soggetti abilitati.

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

Abbiamo già avuto modo di rilevare che l'art. 10 del DPR n. 633/1972 definisce le operazioni finanziarie esenti fornendone, al comma 1, un'elencazione e, in particolare, individuando:

- al n. 4) le operazioni relative ad azioni, obbligazioni o altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali nonché le operazioni relative a valori mobiliari e a strumenti finanziari diversi dai titoli, incluse le negoziazioni e le opzioni, eccettuati la custodia e l'amministrazione nonché il servizio di gestione individuale di portafogli e
- al n. 9) le prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione relative alle operazioni di cui al n. 4).

Abbiamo anche rilevato come il legislatore nazionale abbia voluto ricomprendere, nel suddetto n. 9), l'attività di "negoziazione" nell'accezione di cui alla lett. f), del par. 1, dell'art. 135, della Direttiva IVA.

Appare evidente come la consulenza in materia di investimenti non sia esplicitamente menzionata nell'art. 10 e ciò ha creato non poca confusione, al pari di quanto avvenuto in ambito europeo con riferimento all'art. 135.

La questione su cui ci si interroga da tempo è se la consulenza in materia di investimenti possa essere considerata esente ai fini IVA rientrando tra le operazioni relative a titoli di cui al citato n. 4) o tra le prestazioni di mandato, mediazione e intermediazione (e, quindi, nell'ambito della c.d. "negoziazione") di cui al n. 9) o se, invece, debba essere assoggettata a tassazione secondo il regime ordinario.

Su tale aspetto è più volte intervenuta l'Agenzia delle Entrate in chiave interpretativa, cercando di fornire quel coordinamento tra

normativa fiscale e normativa di settore (TUF) che il legislatore nazionale, al pari di quello europeo, ha omesso di garantire, ma non senza sollevare ulteriori dubbi.

Con la **Risoluzione n. 343/E del 4 agosto 2008**, ad esempio, l'Amministrazione Finanziaria italiana, interrogata da un'Associazione in ordine al regime IVA applicabile ai servizi di consulenza in materia di investimenti di cui all'articolo 1, comma 5, lett. f), del TUF, all'indomani del recepimento in Italia della Direttiva 2004/39/CE<sup>405</sup>, ha innanzitutto sottolineato come tale Direttiva abbia "*chiarito il confine esistente tra consulenza personalizzata e consulenza in senso incidentale o generica*".

Secondo l'Amministrazione, infatti, la Direttiva "*ha ricondotto tra i «servizi e attività di investimento» la «consulenza in materia di investimenti» (consulenza personalizzata), sottoponendo ad autorizzazione il suo svolgimento abituale a titolo professionale. Tale consulenza si differenzia dalla c.d. consulenza generica che costituisce momento strumentale e preparatorio (potenzialmente) di qualsivoglia servizio di investimento ed alla quale possono essere ricondotte, ad esempio, le consulenze fornite in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale*"<sup>406</sup>.

Al riguardo, è importante non confondere la consulenza generica con quella incidentale. La consulenza "generica", infatti, come contrapposta a quella "personalizzata", è rivolta al pubblico indistinto e diffusa mediante canali di distribuzione (quale quelli indicati dalla stessa Agenzia delle Entrate). Di contro, la consulenza "incidentale" dovrebbe ritenersi del tutto superata (*rectius*, ricondotta all'unica

---

<sup>405</sup> Avvenuta con il Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 che ha modificato l'art. 1 del TUF, comprendendo la consulenza in materia di investimenti tra i servizi e le attività di investimento c.d. principali.

<sup>406</sup> Tali concetti sono stati interamente ripresi dall'Amministrazione Finanziaria con la già citata risposta ad interpello n. 372 del 17 settembre 2020.

tipologia oggi riconosciuta di consulenza)<sup>407</sup> con l'entrata in vigore del regime MiFID che ha riportato la consulenza in materia di investimenti (individuata secondo la definizione fornita dal TUF) nell'ambito dei servizi di investimento assoggettandola, sempre, ad autorizzazione<sup>408</sup>.

---

<sup>407</sup> Quantomeno con riferimento al livello di tutela richiesto dalla normativa (adeguatezza). Sul punto cfr. GIORGINI E., op. cit., pag. 61; SCIARRONE ALIBRANDI A., "Il servizio di «consulenza in materia di investimenti»: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie" in Dir. banca e mercato finanziario, 3/2009, Pacini Giuridica, pagg. 407 ss. con riferimento "alla sorte riservata dalla MiFID alla c.d. consulenza preparatoria o strumentale". Quest'ultimo autore chiarisce che "nel momento in cui l'intermediario si limiti a svolgere, in funzione della prestazione di altri servizi di investimento, una mera illustrazione di tali servizi, inclusi gli strumenti che ne sono oggetto, senza introdurre alcun elemento di personalizzazione rispetto al cliente interlocutore, senza dubbio l'attività resta al di qua della consulenza finanziaria, per difetto del requisito della «raccomandazione personalizzata». E lo stesso è a dirsi per il caso in cui l'intermediario, nel rappresentare i servizi e prodotti offerti, formuli un consiglio costruito non sulla base delle caratteristiche proprie dell'interlocutore, bensì, ad esempio, su di un'analisi della congiuntura economico-finanziaria: ché, in questa ipotesi, di analisi finanziaria, sia pure rivolta a un soggetto determinato e dunque «individualizzata», si tratterebbe. Il discorso cambia quando l'intermediario, sia pure in funzione della prestazione di altri servizi di investimento, fornisca al cliente uno o più consigli «personalizzati». Il che può, ad esempio, accadere nell'ipotesi in cui l'intermediario, nell'illustrare – magari in chiave comparativa – i diversi strumenti finanziari offerti, proponga al cliente assistenza per meglio fargli comprendere quale tra questi risulti il più idoneo ai suoi bisogni e/o alle sue aspettative. In questo caso, non pare proprio vi sia spazio, nell'impostazione della MiFID, per poter parlare di consulenza strumentale, anziché di vera e propria «consulenza in materia di investimenti». Così è quando il consiglio verte su strumenti finanziari specifici: nel contesto comunitario, infatti, non è dato rinvenire alcun indizio normativo che consenta di escludere tale attività – quand'anche si trattasse di un consiglio spot – dall'area della consulenza vera e propria. In tale direzione non può certo condurre il considerando n. 82 della direttiva di «livello 2», [...] che invita a ritenere parte integrante di un servizio di investimento (i.e.: non alla stregua di un servizio autonomo) «gli atti compiuti dall'impresa di investimento che siano preparatori alla prestazione del servizio». A tutto voler concedere, infatti, tale considerando potrebbe essere circostanza a favore della qualificazione (secondo l'esemplificazione in esso contenuta) in termini di atto preparatorio della «prestazione di consulenza generica» (i.e.: una consulenza in merito a un tipo di strumento finanziario, così come precisato nel considerando n. 81), ma non certo di quella di consulenza su determinati strumenti finanziari. Peraltro, nonostante il tenore del considerando n. 82 (elemento, non pare inopportuno ricordarlo ancora, per sua natura non concludente), se si considera lo scopo della normativa sulla consulenza, non risulta convincente, invero, neppure ricondurre alla consulenza preparatoria (o "strumentale" che dir si voglia) le raccomandazioni rese in merito a una mera tipologia di strumento finanziario." Preme in ogni caso evidenziare che, ai fini IVA, la consulenza incidentale (o strumentale) non viene generalmente remunerata, per cui non si pone il problema del suo (eventuale) inquadramento tra le operazioni esenti.

<sup>408</sup> Al riguardo e a mero titolo esemplificativo, il regolamento Consob adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successivamente aggiornato (c.d. Regolamento Intermediari), all'art. 135 "Distribuzione di prodotti bancari e assicurativi e servizi di investimento", impone agli intermediari che svolgono sia il servizio di distribuzione e collocamento sia quello di consulenza in materia di investimenti di considerare unitariamente il rapporto con i clienti al fine di adempiere in modo uniforme e coordinato alle regole di condotta (applicando, quindi, le regole sull'adeguatezza). Sul punto vd. MAGGILOLO M., "Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione di ordini", in Banca borsa tit. cred., Giuffrè, 2014/4, Parte Seconda, pag. 495. Secondo l'autore, il caso del Tribunale di Milano del 5 dicembre 2012 "fornisce altresì l'occasione per alcune considerazioni in ordine all'attuale assetto



Tornando alla Risoluzione in esame, l’Agenzia delle Entrate ha escluso (correttamente, si potrebbe aggiungere) la consulenza in materia di investimenti dal novero delle prestazioni accessorie *ex art. 12 del DPR n. 633/1972*<sup>409</sup>, sia pur senza esplicitarne le motivazioni. A questi fini sarebbe necessario che una prestazione non costituisca per la clientela un fine a sé stante, bensì il mezzo per fruire nelle migliori condizioni del servizio principale e, a parere dell’Agenzia delle Entrate, l’attività di consulenza in materia di investimenti non appare destinata ad integrare o completare, nel senso sopra delineato, l’operazione di negoziazione resa al cliente finale.

---

*complessivo della disciplina dedicata al servizio di consulenza in materia di investimenti. È noto che il sistema MiFID ha trasformato la consulenza da servizio accessorio a servizio autonomo (art. 1, comma 5°, lett. f t.u.f.). Ma la soluzione normativa non sembra aver tenuto conto del fatto che, nei rapporti concreti tra investitore e prestatore di servizi di investimento, nella normalità dei casi il cliente, rivolgendosi all’intermediario, chiede e riceve anche qualche consiglio, giudizio, suggerimento, o qualche avvertimento, raccomandazione, spiegazione. Si tratta della consulenza cosiddetta strumentale, che il legislatore non può cancellare dalla realtà con un colpo di penna, come dimostra proprio il caso deciso dal Tribunale di Milano: dove, quand’anche si acceda alla prospettiva seguita dal giudice per negare la prestazione del servizio, non è dubbio che in relazione alla ricezione e trasmissione di ordini i consigli e le raccomandazioni fossero state fornite. E proprio rispetto alla consulenza (di fatto) strumentale, essendo anch’essa oggi qualificata come servizio di consulenza *ex art. 1, comma 5°, lett f, t.u.f.* assoggettato in quanto tale alla disciplina sulla adeguatezza, emerge una incoerenza là dove il servizio in funzione del quale quella stessa consulenza strumentale sia prestata risulti sottoposto al diverso regime della appropriatezza. [...] Di qui anche la proposta di rovesciare il rapporto di strumentalità, per sostenere che la consulenza impone il suo regime al servizio in vista del quale è prestata, dovrebbe quindi essere anch’esso assoggettato alle valutazioni di adeguatezza, proposta però che, nel rendere il servizio di investimento in funzione del quale la consulenza è prestata subalterno alla consulenza stessa, tradisce sia i fatti, sia il sistema normativo. Volendo invece coltivare la fedeltà agli uni e all’altro, l’esigenza di trattare come servizio autonomo anche la consulenza prestata in modo strumentale non esclude però che il giudizio di adeguatezza ad essa pertinente si debba appuntare su di un’attività che non può essere apprezzata in modo isolato, ma che viene in considerazione nel rispetto della sua relazione con il servizio di investimento rispetto al quale si colloca in posizione di strumentalità. In altri termini, l’adeguatezza della consulenza strumentale dovrebbe subire la funzionalità della consulenza stessa rispetto ad un servizio ulteriore. Se allora il servizio di investimento ‘principale’ deve essere appropriato sulla base di parametri i quali attengono al rapporto tra il servizio stesso e il livello di conoscenza ed esperienza del cliente (artt. 41 s. Reg. Intermediari), sembra che dove in concreto il servizio finale sia reso nel rispetto delle regole sulla appropriatezza, dovrebbe nel contempo considerarsi soddisfatta la esigenza che la consulenza ad esso strumentale sia stata adeguata. Di contro, dove il servizio finale risulti invece inappropriato, l’adeguatezza di una precedente consulenza strumentale dovrebbe essere a priori esclusa”.*

<sup>409</sup> Il primo comma dell’art. 12, in particolare, riconosce il carattere di accessorietà ad alcune prestazioni quali trasporto, posa in opera, imballaggio, che a loro volta, presuppongono a valle un collegamento diretto con un’operazione di cessione di un bene ovvero una prestazione nell’ambito di un appalto e simili.

Successivamente, l’Agenzia delle Entrate ha ritenuto “*astrattamente possibile*” ricondurre l’attività di consulenza in materia di investimenti tra le operazioni relative a valori mobiliari esenti ai sensi del n. 4, dell’art. 10, “*potendo anche tale attività condurre ad una modifica nella situazione giuridico-finanziaria del cliente qualora venga concluso il contratto a seguito delle raccomandazioni fornite dal consulente*”.

Su questo punto si rinvia a quanto già detto al cap. V.5.2.2, ma non senza aver prima evidenziato che l’interpretazione fornita dall’Agenzia delle Entrate è risultata confliggente con le successive pronunce della Corte di giustizia europea<sup>410</sup>.

Con la sentenza del 19 luglio 2012 nella causa C-44/11 *Deutsche Bank*, infatti, la Corte ha considerato imponibile il servizio di consulenza, ancorché in relazione alla più ampia attività di gestione di portafogli.

Sul punto appare utile richiamare ancora una volta le conclusioni dell’Avvocato Generale il quale, nel descrivere le operazioni di gestione del portafoglio, ha affermato che parte della prestazione complessiva e, cioè, l’impiego della competenza finanziaria specifica rilevante (sostanzialmente la consulenza) “*sebbene atta a condurre ad azioni che creano, modificano o estinguono diritti e obbligazioni [delle parti relativi ai titoli, n.d.r.], può anche non portare a detto risultato*”<sup>411</sup>. Sostiene l’Avvocato Generale, infatti, che tale ultimo elemento, ossia l’attività di consulenza finalizzata all’adozione di

---

<sup>410</sup> Sul punto vd. TEDESCHI G., op. cit., Parte Seconda, pag. 57, il quale evidenzia tra l’altro che “*la sentenza C-44/11 mette in evidenza come l’interpretazione della Direttiva IVA continui a trovare applicazioni diverse negli Stati membri, rendendo incerto il quadro giuridico-tributario all’interno del quale svolgono le proprie attività gli operatori internazionali*”.

<sup>411</sup> Cfr. par. 42 delle Conclusioni nella causa *Deutsche Bank*. Tale interpretazione ha trovato conferma da parte della Corte, secondo cui le prestazioni di analisi (e, quindi, di consulenza) “*non presuppongono necessariamente la realizzazione di operazioni idonee a creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*” (par. 39 della sentenza nella causa *Deutsche Bank*).

decisioni informate in merito alla gestione di ciascun portafoglio titoli, se considerato “*come prestazione indipendente, non può essere fatto rientrare nell’esenzione di cui all’articolo 135, paragrafo 1, lettera f)*”<sup>412</sup>.

Al di là della possibilità “teorica” di ricondurre il servizio di consulenza in materia di investimenti tra le operazioni relative a titoli, l’Amministrazione Finanziaria ha di fatto sostenuto di doverlo più correttamente inquadrare fra le attività “*di intermediazione svolte da un soggetto abilitato rese da quest’ultimo nell’ambito della proposta di investimento al cliente*” (e, quindi, nell’ambito della c.d. “*negoziazione*”), “*sempreché strettamente collegate ad un’operazione di negoziazione*”.

In altri termini, come meglio chiarito nella successiva Risoluzione n. 38/2018 (con riferimento proprio alla Risoluzione n. 343/2008) di cui si dirà nel prosieguo, l’Agenzia delle Entrate ha ritenuto che “*affinché l’attività di consulenza in materia di investimenti possa fruire del regime di esenzione dall’imposta è necessario che sussista un collegamento funzionale di tale attività rispetto ad un’operazione di negoziazione*” (cioè di acquisto e/o vendita di strumenti finanziari) e che “*nell’ambito della proposta di investimento al cliente, la consulenza costituisce il contenuto stesso dell’attività di negoziazione*”.

Sulla decisione dell’Agenzia delle Entrate hanno avuto un ruolo sicuramente determinante i lavori della Commissione europea che avevano portato alla proposta di modifica della Direttiva 2006/112 di

---

<sup>412</sup> Cfr. par. 49 delle Conclusioni nella causa *Deutsche Bank*.

cui si è già discusso, come dalla stessa Agenzia evidenziato nella Risoluzione in esame<sup>413</sup>.

L'Amministrazione Finanziaria italiana ha, quindi, preso una posizione molto netta propendendo per l'esenzione da IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti, ai sensi dell'art. 10, comma 1, n. 9), del DPR n. 633/1972.

Tale approccio è stato, poi, confermato con la successiva **Risoluzione del 30 ottobre 2009, n. 267** di cui si è già trattato. In questo caso, come si ricorderà, l'Amministrazione Fiscale ha ritenuto applicabile la previsione di esenzione di cui all'articolo 10, n. 9), del D.P.R. n. 633 non solo a tutte le ipotesi contrattuali che comportano una interposizione nella circolazione di beni e servizi (tra cui mandato, agenzia, mediazione, ecc.), ma anche, tra l'altro, alla consulenza e assistenza finalizzata all'attività di presentazione e proposta di prodotti assicurativi.

Successivamente, alla luce delle già menzionate interpretazioni dei giudici di Lussemburgo, contrastanti rispetto a tale approccio, l'Amministrazione Finanziaria ha ritenuto opportuno chiedere un parere al Comitato IVA circa l'effettiva possibilità di ricondurre il servizio di consulenza in materia di investimenti nell'ambito della "negoiazione in titoli" di cui all'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA.

In merito alle conclusioni raggiunte dal Comitato si è già ampiamente discusso. L'Agenzia delle Entrate ha tenuto conto di tale

---

<sup>413</sup> Si ricorda, tuttavia, che la proposta di Regolamento recante disposizioni di applicazione della direttiva 2006/112/CE considerava "come aventi il carattere specifico ed essenziale di un servizio esente" anche la gestione di portafoglio (vd. *supra* cap. III.3.5.2).

parere e, con la **Risoluzione n. 38/E del 15 maggio 2018**, ha (parzialmente) rivisto la sua posizione<sup>414</sup>.

Nel caso oggetto di consulenza giuridica, in particolare, una società di intermediazione mobiliare, autorizzata, tra l'altro, alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, ha chiesto chiarimenti all'Amministrazione Finanziaria in merito al relativo regime IVA, alla luce dell'evoluzione della giurisprudenza comunitaria e, soprattutto, dell'orientamento espresso dal Comitato IVA.

Si specifica che la società istante prestava consulenza "indipendente", nell'accezione di cui si è già discusso, a fronte di commissioni *stricto sensu* (oltre alle eventuali commissioni di *performance*). Essa, inoltre, inviava direttamente al cliente raccomandazioni personalizzate che lo stesso poteva decidere di attuare o meno, dando eventualmente istruzioni al riguardo alla propria banca depositaria.

In tal caso l'Agenzia delle Entrate, dopo aver premesso che il parere del Comitato IVA sembra "*presupporre una definizione di «consulenza in materia di investimento» che non necessariamente coincide con un'attività di intermediazione (i.e. negoziazione) nell'accezione fatta propria dalla Corte di Giustizia UE*"<sup>415</sup> e che ad avviso del Comitato "*il servizio di consulenza in materia di*

---

<sup>414</sup> Sul punto cfr. FASSÒ F., "*Il regime IVA dei servizi di consulenza finanziaria in materia di investimenti tra orientamenti comunitari e prassi interna*", in SFEF - Strumenti Finanziari e Fiscalità, 2018/36, pag. 87.

<sup>415</sup> In realtà la Corte UE, nel definire una "*distinta attività di mediazione*", ha evidenziato che essa può consistere, tra l'altro, "*nell'indicare le occasioni in cui concludere un tale contratto, nell'entrare in contatto con l'altra parte e nel negoziare in nome e per conto del cliente i particolari delle prestazioni reciproche*" (par. 39 della sentenza CSC), quasi a voler elencare alcune delle attività tipicamente svolte dal mediatore. Non sembra che la Corte abbia voluto intendere che anche solo una delle suddette attività può essere considerata sufficiente a qualificare la suddetta attività. Ciò trova conferma nel successivo passaggio in cui la Corte conclude che, quindi, la finalità di tale attività, è quella "*di fare il necessario perché due parti concludano un contratto*".

*investimenti fornito senza che sia ravvisabile alcun intervento/partecipazione del consulente/prestatore del servizio nella conclusione del contratto tra il cliente/potenziale investitore e la parte che promuove/emette i titoli non è inquadrabile come attività di negoziazione/intermediazione esente da IVA*”, ha ritenuto che con riguardo al caso sottoposto al suo esame il servizio di consulenza fornito dalla società istante non sia inquadrabile tra i servizi di intermediazione esenti da IVA ai sensi del combinato disposto dei numeri 4) e 9) dell’art. 10, comma 1, del DPR n. 633 del 1972 e che, pertanto, sia applicabile il regime IVA ordinario.

Nell’assumere tale posizione, l’Amministrazione ha fatto riferimento soprattutto alle modalità con cui la società istante fornisce il servizio di consulenza e, in particolare, alla mancanza di qualsiasi collegamento/rapporto tra la società stessa ed i soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella realizzazione della proposta di investimento rivolta al cliente (da un lato, la banca depositaria di ciascun cliente investitore e, dall’altro, i soggetti finanziari cui gli investimenti sono riconducibili) nonché all’assenza di qualsiasi atto/elemento contrattuale che possa essere ricondotto nell’ambito dell’attività di negoziazione/intermediazione tra le parti.

In altri termini, si configurano nel caso in esame tutti i presupposti che hanno condotto il Comitato IVA ad escludere che il servizio di consulenza possa qualificarsi quale “mediazione” o “intermediazione” e cioè:

- esso non implica alcuna attività di negoziazione tra le parti;
- si concretizza semplicemente in raccomandazioni a un cliente il quale può, poi, decidere di porle o meno in atto;

## La consulenza in materia di investimenti nel contesto italiano

- è prestata da consulenti che non hanno alcun rapporto con chi offre i titoli oggetto della raccomandazione, ma solo con l'investitore (o potenziale tale).

Diversa (sebbene coerente) la conclusione raggiunta dall'Amministrazione Finanziaria con la **risposta n. 372 del 17 settembre 2020** all'istanza di interpello presentata da una SIM.

Nel caso sottoposto all'Agenzia delle Entrate la società istante, autorizzata allo svolgimento dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini (RTO), consulenza in materia di investimenti ed esecuzione degli ordini per conto dei clienti, ha chiesto chiarimenti in merito all'applicabilità del regime di esenzione dall'IVA alle commissioni addebitate ai clienti a fronte della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti erogato in abbinamento al servizio ricezione e trasmissione degli ordini.

Sulla base del modello operativo predisposto dalla SIM l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto che le seguenti tipologie di contratti rappresentino (ciascuna separatamente) un "*prodotto integrato*":

- a) contratto quadro che consente al cliente di fruire del servizio di consulenza e/o del servizio di RTO<sup>416</sup>;
- b) contratto di consulenza e separato contratto concernente la prestazione del servizio di RTO, nell'ipotesi in cui il cliente abbia già in essere un contratto di consulenza<sup>417</sup>.

Ciascuno di tali "*prodotti integrati*" rappresenta, a parere dell'Amministrazione, "*un'operazione unica sotto il profilo*

---

<sup>416</sup> In tal caso, almeno il 50% degli ordini eseguiti attraverso il servizio di RTO deve avere ad oggetto strumenti finanziari raccomandati nell'ambito del servizio di consulenza.

<sup>417</sup> Anche in questo caso, almeno il 50% degli ordini eseguiti attraverso il servizio di RTO deve avere ad oggetto strumenti finanziari raccomandati nell'ambito del servizio di consulenza.

*economico*”, agli effetti dell’IVA, riconducibile come tale “*tra le attività di «negoziazione» di titoli esentate dall’imposta ai sensi dell’articolo 135, paragrafo 1, lettera f) della Direttiva CE n. 112 del 2006*”.

Per giungere a tale conclusione l’Agenzia delle Entrate ha richiamato l’indirizzo espresso dalla Corte di Giustizia dell’UE evidenziando che “*più prestazioni di servizio formalmente distinte, che potrebbero essere fornite separatamente e dar così luogo, separatamente, a imposizione o a esenzione, devono, infatti, essere considerate come un’unica operazione quando non sono indipendenti*”.

Nella fattispecie rappresentata nell’istanza di interpello, in particolare, l’Agenzia delle Entrate ha riconosciuto l’esistenza di “*una connessione tra la fornitura del servizio di consulenza in materia d’investimenti e quella del servizio di «RTO» [...] tale da non renderli indipendenti e, di per sé, sufficiente a stabilire che sussista un’unica prestazione di servizi complessa, ai fini IVA*”<sup>418</sup>.

Nel paragrafo successivo affronteremo il tema della effettiva riconducibilità del servizio di consulenza in materia di investimenti all’attività di “negoziazione”, con riferimento al contesto tanto italiano quanto europeo.

#### **5.4 Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA**

---

<sup>418</sup> Si ricorda al riguardo che anche in *Deutsche Bank* la Corte aveva sostenuto che il servizio di gestione di portafogli costituisce una combinazione di una prestazione di analisi e di custodia del patrimonio del cliente investitore, da un lato, e di una prestazione di acquisto e di vendita di titoli propriamente detta, dall’altro e che tali prestazioni, sono “*così strettamente connesse da formare oggettivamente una sola prestazione economica indissociabile, la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale*”. Essa, però, aveva escluso che tale servizio potesse essere ricondotto alle operazioni relative ad azioni di cui all’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA che comportano atti che “*possono creare, modificare o estinguere i diritti e gli obblighi delle parti relativi a titoli*”. Nel caso analizzato dall’Agenzia delle Entrate con la risposta n. 372, invece, “*l’unica prestazione di servizi complessa*”, composta dal servizio di consulenza in materia di investimenti e di RTO, è stata ricondotta alle attività di negoziazione di titoli esentate dall’IVA ai sensi dell’art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva.



Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

Ripercorrendo le poche pronunce dell’Amministrazione Finanziaria italiana aventi ad oggetto il servizio di consulenza in materia di investimenti, abbiamo constatato come esso non possa essere qualificato come prestazione accessoria *ex art. 12 del DPR n. 633/1972* rispetto ad un’operazione di negoziazione resa al cliente finale.

L’attività di consulenza, infatti, non è destinata ad integrare o completare l’operazione di negoziazione resa al cliente, ma costituisce un fine a sé stante.

Abbiamo anche constatato come la stessa Amministrazione ritenga “astrattamente” possibile ricondurre il servizio di consulenza in materia di investimenti tra le “operazioni in titoli” e, quindi, nell’ambito delle esenzioni da IVA di cui al n. 4), dell’art. 10, del DPR n. 633/1972 e come tale possibilità sia stata in concreto esclusa dalla Corte di giustizia europea.

L’Agenzia delle Entrate ha, poi, ritenuto che il servizio in esame possa essere “più correttamente” inquadrato tra le attività di “intermediazione” (ovvero “negoziazione in titoli”) “*svolte da un soggetto abilitato rese da quest’ultimo nell’ambito della proposta di investimento al cliente*” e, quindi, tra le esenzioni di cui al n. 9), del citato art. 10, a condizione che sussista un collegamento funzionale (o una connessione) di tale attività rispetto ad un’operazione di negoziazione.

Al riguardo, non può sfuggire come il richiesto “collegamento funzionale” tra l’attività di consulenza e l’operazione di negoziazione riecheggi, sostanzialmente, alcuni concetti che la medesima Amministrazione Finanziaria (allora Ministero delle Finanze) aveva fatto propri già a partire dalla Risoluzione n. 323352 del 1986, quali il “nesso di causalità strutturale” o il “rapporto d’interdipendenza” o,

## Capitolo V - La consulenza in materia di investimenti

ancora, la “connessione organica” tra le operazioni propedeutiche alle transazioni su titoli e queste ultime.

In quella sede, però, come già si è avuto modo di evidenziare, l’analisi dell’Amministrazione verteva sul concetto di “operazioni relative a titoli” e, quindi, sul n. 4) dell’art. 10 del DPR n. 633/1972 e non già sul concetto di “negoziazione” di cui al successivo n. 9).

Allo stesso modo, nella Risoluzione n. 150 del 1998 il Ministero delle Finanze aveva fatto riferimento alla “relazione funzionale” (concetto molto vicino a quello di “collegamento funzionale”) dei servizi ivi esaminati con le operazioni inerenti alla negoziazione dei vari strumenti finanziari. Anche in quel caso si verteva nell’ambito del n. 4) dell’art. 10.

Ancora, con la Risoluzione n. 205 del 2001 l’Amministrazione Finanziaria aveva parlato di servizi “connessi oggettivamente” con operazioni esenti di cui, tra l’altro, al n. 4) dell’art. 10.

Non è chiaro, quindi, quale sia la reale portata del citato “collegamento funzionale” di una prestazione di consulenza ad un’operazione di negoziazione e quali le basi giuridiche che abbiano condotto l’Amministrazione Finanziaria a considerarlo elemento sufficiente per ricondurre tale prestazione tra le attività di intermediazione.

Tralasciando, tuttavia, ulteriori considerazioni su tale aspetto, si può ritenere che l’Agenzia delle Entrate abbia raggiunto la propria conclusione circa il corretto inquadramento fiscale del servizio di consulenza in materia di investimenti sulla base del citato parere del Comitato IVA, secondo cui sarebbe necessario verificare di volta in volta se si realizzano i presupposti dallo stesso indicati per considerare

Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

il servizio esente dal tributo. In estrema sintesi, è necessario che questo rappresenti un “distinto atto di mediazione”.

In altri termini, sarebbe fondamentale che il consulente agisca come un mediatore tra le parti e faccia tutto il necessario perché due parti concludano un contratto e, quindi, negozi le condizioni di una transazione per conto delle parti stesse con il fine ultimo di far sì che il contratto possa essere concluso. Detto diversamente, sembra che la consulenza debba rappresentare essa stessa attività di mediazione e concretizzarsi (come l’attività del mediatore, appunto) nel mettere in contatto due parti per la conclusione del contratto.

Con la Risoluzione n. 38/2018, infatti, l’Agenzia delle Entrate ha fondato la propria decisione sulla mancanza di un collegamento/rapporto tra la Sim e i soggetti coinvolti nella realizzazione della proposta di investimento rivolta al cliente<sup>419</sup>.

Con la successiva risposta n. 372/2020, invece, l’Agenzia delle Entrate ha basato la propria decisione sul fatto che il “*servizio d’investimento integrato*” (costituito dalla combinazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di RTO) “*presenta tutte le caratteristiche che identificano l’attività di mediazione finalizzata alla conclusione di un contratto tra le parti*”.

Con riferimento al primo dei suddetti documenti di prassi preme sottolineare che alcuni operatori del settore hanno individuato, nella posizione assunta dall’Agenzia delle Entrate, una sorta di spartiacque tra i consulenti indipendenti e quelli non indipendenti: da un lato, in altri termini, si porrebbero i consulenti indipendenti, le cui prestazioni sono caratterizzate da “terzietà” e “imparzialità”, da assoggettare ad

---

<sup>419</sup> Sul punto vd. ALBONICO D., “*Soggetti ad Iva i servizi di consulenza in investimenti finanziari*” in Euroconference News, 3 settembre 2018; GARATTINI V., “*Sul regime IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti*” in Diritto Bancario, “Fiscalità finanziaria”, 12 giugno 2018.

IVA e, dall'altro, quelli non indipendenti, le cui prestazioni sono, invece, caratterizzate dalla prevalenza di (leciti) conflitti di interesse, da far rientrare nell'ambito delle esenzioni dal tributo<sup>420</sup>.

Con riferimento a tale ultimo approccio si ritiene sin da subito doveroso ribadire, riprendendo tutto quanto esposto al cap. IV.4.6, che la tipologia di intermediario poco o nulla rileva ai nostri fini. Come abbiamo già avuto modo di sottolineare, infatti, secondo un orientamento ormai consolidato presso la Corte di giustizia europea, l'aspetto soggettivo è irrilevante nel determinare se una data transazione sia o meno esente da IVA.

L'aspetto soggettivo potrebbe, tuttavia, tornare utile con riferimento alla distinzione tra consulenti indipendenti e non indipendenti da contrapporre (in un certo qual modo) alla classificazione della consulenza tra indipendente e non indipendente.

I consulenti indipendenti sono sostanzialmente i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria di cui, rispettivamente, agli artt. 18-*bis* e 18-*ter* del TUF. In dottrina, tale

---

<sup>420</sup> È stato sostenuto, ad esempio, che “nei nuovi scenari della consulenza finanziaria, da poco ridisegnati dalla direttiva MiFID II, la nuova fiscalità delle commissioni dei consulenti indipendenti, che può apparentemente costituire soltanto un aggravio del costo complessivo del servizio per i clienti, si rivelerà, invece, un efficace strumento di controllo e garanzia circa la terzietà, l'indipendenza e l'imparzialità dei servizi di consulenza”. Inoltre, la Direttiva MiFID II “ha introdotto quale ulteriore presidio a protezione degli investitori un nuovo livello di servizio, cioè appunto il servizio di consulenza su base indipendente [... che] nell'intenzione del legislatore, dovrebbe rappresentare un livello di servizio di qualità superiore, in quanto dovrebbe garantire ai clienti la selezione dei migliori prodotti sul mercato grazie alla sostanziale assenza di conflitto di interesse col consulente stesso, che tipicamente si può verificare quando il consulente è retribuito o incentivato dalle società prodotte. Il fondamentale tratto che caratterizza il servizio indipendente è difatti l'assenza di legame nella prestazione della consulenza con i soggetti che realizzano i prodotti oggetto di raccomandazione ai clienti, che si manifesta nel divieto di percepire compensi, incentivi o retrocessioni commissionali da parte di soggetti terzi rispetto al rapporto col cliente, o comunque da parte di operatori finanziari facenti capo a vario titolo alla filiera produttiva e di distribuzione dei prodotti finanziari”. Infine, “è evidente che la comprensione della diversa fiscalità applicabile alle commissioni di consulenza, che varia a seconda della tipologia di servizio - il consulente indipendente deve addebitare l'IVA sulle sue commissioni, il consulente non indipendente non può farlo - diventa un elemento di comunicazione importante coi clienti.” (sottolineato aggiunto). <https://www.advisoronline.it/consulenti-finanziari/reti/45839-commissioni-di-consulenza-l-iva-si-paga.action>

Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

figura<sup>421</sup> viene generalmente contrapposta a quella dei cc.dd. “consulenti distributori” i quali sono, invece, legati in qualche modo ad intermediari attivi nella catena distributiva dei prodotti e dei servizi finanziari.

La consulenza indipendente<sup>422</sup>, secondo la declinazione di cui alla normativa di matrice MiFID, può essere invece prestata anche da altre tipologie di soggetti e, in particolare, dagli intermediari bancari (sia pur con qualche difficoltà) e dalle Sim, rispettando tutta una serie di norme su cui abbiamo già avuto modo di soffermarci. In alcuni casi tale servizio (così come quello di consulenza non indipendente) viene prestato in abbinamento agli altri servizi d’investimento più propriamente esecutivi<sup>423</sup>.

Il caso oggetto della menzionata Risoluzione n. 38/2018, come già visto, è relativo ad una Sim che presta, tra gli altri, il servizio di

---

<sup>421</sup> In sostanza, “*un consulente indipendente assiste l’investitore nella gestione della propria situazione finanziaria obbligandosi a non intrattenere, direttamente o indirettamente, rapporti con intermediari finanziari ed altri soggetti legati al collocamento e alla distribuzione di prodotti e servizi finanziari. Esso percepisce compensi esclusivamente dall’investitore nei confronti del quale si impegna ad erogare il servizio pattuito. In tal caso la separazione concettuale tra pianificazione ed acquisto trova un riscontro sul piano contrattuale, visto che l’investitore si relaziona con il consulente ma, al tempo stesso, deve intrattenere rapporti con altri intermediari per l’attività di negoziazione*”. NICOLINI G. – MAZZOLI C., op. cit., pag. 495.

<sup>422</sup> Lo si ricorda, la disciplina della consulenza indipendente è una delle principali novità della Direttiva MiFID II. Sul punto vd. TROIANO V. – MOTRONI R., op. cit., pagg. 12 ss.. Cfr. anche RISSO G., “*Consulenza in materia di investimenti e tutela dell’investitore nella direttiva MiFID: tra armonizzazione europea e soluzioni interpretative nazionali*”, in Contr. impr. Europa, 2014, p. 807 ss..

<sup>423</sup> Con particolare riferimento alle sim preme evidenziare che, ai fini della normativa sui requisiti prudenziali (e, in particolare, della direttiva *CRD IV - Credit Requirements Directive* e del regolamento *CRR - Credit Requirements Regulation*) le sim vengono distinte tra: 1) quelle sottoposte integralmente al regime (sostanzialmente quelle che prestano i servizi di investimento di negoziazione per conto proprio e di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente); 2) quelle ad “autorizzazione limitata” ex art. 95 (che prestano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, gestione di portafogli, consulenza di portafoglio, con detenzione dei beni della clientela, nonché collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente, ovvero esecuzione di ordini per conto dei clienti e gestione di portafogli senza detenzione dei beni della clientela); 3) quelle ad “autorizzazione limitata” ex art. 96; 4) quelle non incluse nell’ambito di applicazione delle suddette norme (che prestano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti, senza detenzione dei beni della clientela).

consulenza in materia di investimenti in maniera “indipendente”<sup>424</sup>. In tale ipotesi, l’Agenzia delle Entrate ha ritenuto applicabile il regime IVA ordinario.

Orbene, la conclusione raggiunta dall’Amministrazione Finanziaria non sembra determinata dal fatto che il servizio di consulenza sia prestato in modo “indipendente”, quantomeno nell’accezione che tale termine ha all’interno della normativa di matrice MiFID<sup>425</sup>, quanto piuttosto dal modello di *business* adottato dalla Sim stessa, che presenta alcune peculiarità che hanno fatto propendere l’Agenzia delle Entrate per l’imponibilità del servizio.

In particolare, nel caso all’esame dell’Amministrazione Finanziaria manca qualsiasi collegamento/rapporto tra (1) la Sim e (2) da un lato, la banca depositaria di ciascun cliente investitore e, dall’altro, i soggetti finanziari cui gli investimenti sono riconducibili.

In altri termini, la Sim interpellante presta pura e semplice attività di consulenza in materia di investimenti senza offrire alcun servizio aggiuntivo al cliente il quale, ricevute le raccomandazioni

---

<sup>424</sup> Essa, infatti, “*non distribuisce strumenti finanziari propri, non percepisce alcuna retrocessione dalle banche depositarie o da altri operatori finanziari che sono, a tutti gli effetti, soggetti terzi*”. Per la parte che a noi maggiormente interessa in questa sede, in particolare, vi è “*assenza di qualsiasi rapporto con la parte che commercializza le attività finanziarie*”.

<sup>425</sup> Come abbiamo già evidenziato, infatti, il Considerando (74) della Direttiva MiFID II prevede che “*tutti gli onorari, le commissioni e gli altri benefici monetari pagati o forniti da un terzo debbano essere restituiti integralmente al cliente quanto prima dopo il ricevimento dei pagamenti stessi da parte dell’impresa e che quest’ultima non debba essere autorizzata a detrarre i pagamenti di terzi dalle commissioni che il cliente deve all’impresa. È opportuno che il cliente sia informato in modo adeguato e, se del caso, regolare circa gli onorari, le commissioni e gli altri benefici che l’impresa ha ricevuto in relazione ai servizi di investimento prestatogli e che gli ha trasferito. Le imprese che forniscono una consulenza indipendente [...] dovrebbero anche elaborare una politica rientrante nei requisiti organizzativi volta a garantire che i pagamenti ricevuti da terzi siano assegnati e trasferiti ai clienti. Dovrebbero essere consentiti solo benefici non monetari di entità minima, a condizione che il cliente ne sia chiaramente informato, che possano migliorare la qualità del servizio offerto e che non possano essere considerati arrecare pregiudizio alla capacità delle imprese di investimento di agire nel migliore interesse dei loro clienti*”. In termini più ampi, tuttavia, l’indipendenza viene intesa (1) sia come “indipendenza relazionale”, quale divieto cioè di intrattenere rapporti di varia natura (patrimoniale, economica, finanziaria, ecc.) con diversi soggetti se tali rapporti possono condizionare l’indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti, (2) che come “indipendenza retributiva” di cui si diceva poc’anzi.

Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

personalizzate riguardanti una o più operazioni relative a determinati strumenti finanziari, può decidere se adeguarsi o meno dando, eventualmente, istruzioni personali e dirette alla propria banca depositaria.

È questo l’aspetto che l’Agenzia delle Entrate sembra valorizzare e che non le consente di individuare quel collegamento/rapporto con i soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella realizzazione della proposta di investimento rivolta al cliente che è stato ritenuto dalla stessa fondamentale affinché fosse ravvisabile un’attività di intermediazione/negoziazione esente da IVA ai sensi del n. 9), del comma 1, dell’art. 10, del DPR n. 633/1972.

Si tratta, quindi, di un’interpretazione apparentemente in linea con l’indirizzo tracciato dal Comitato IVA.

Se si prova a trasporre entrambi i suddetti approcci (quello degli operatori di settore e quello dell’Agenzia delle Entrate) nella realtà degli intermediari finanziari e dei diversi modelli di *business* presenti sul mercato, di cui si è ampiamente discusso, emergono tuttavia alcuni aspetti che necessiterebbero di essere presi in considerazione.

Innanzitutto è doveroso evidenziare che spesso gli intermediari che prestano il servizio di consulenza su base indipendente (ad eccezione dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria) sono autorizzati anche alla prestazione di uno o più servizi di investimento cc.dd. esecutivi.

Come emerge anche dalla risposta n. 372/2020 dell’Agenzia delle Entrate, alcune Sim, oltre ad essere autorizzate al servizio di consulenza, che in alcuni casi prestano in modalità indipendente, sono anche autorizzate alla prestazione del servizio di ricezione e

trasmissione di ordini (e/o del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti).

Esse ricevono gli ordini impartiti dal cliente e li trasmettono ad altri intermediari autorizzati all'esecuzione di ordini (o li eseguono direttamente se autorizzate) ovvero, ove assoggettate a limitazioni operative quali il divieto di detenzione, anche temporanea, delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela<sup>426</sup>, potrebbero, sulla base di apposita procura rilasciata dal cliente, ben essere autorizzate ad agire in nome e per conto del cliente stesso sui rapporti (conto corrente e deposito titoli) detenuti presso un intermediario terzo (una banca depositaria) scelto dal cliente che sarà il soggetto incaricato degli ordini di compravendita.

Ove si assumesse quale elemento dirimente il fatto che la consulenza sia prestata su base indipendente o non indipendente, nel caso di cui al suddetto esempio si dovrebbe propendere per l'assoggettamento ad IVA del servizio. E ciò senza alcuna considerazione (corretta o errata che sia) circa il ruolo effettivamente ricoperto dal consulente/prestatore e, quindi, senza verificare se questi agisca come mediatore tra le parti o meno. Un tale approccio, oltre a sottrarsi a qualsiasi valutazione circa la riconducibilità del servizio in esame all'attività di negoziazione, che era proprio il punto da cui siamo partiti, non avrebbe (almeno apparentemente) alcuna base giuridica.

Ove, invece, si ritenesse, alla luce dell'interpretazione fornita dall'Agenzia delle Entrate, che in una siffatta ipotesi in cui a fronte della prestazione del servizio di consulenza su base indipendente l'intermediario riceva anche ordini dai clienti per trasmetterli agli intermediari negoziatori (oppure, ove autorizzato al servizio di

---

<sup>426</sup> Situazione liberamente verificabile all'interno dell'Albo delle sim, accessibile all'indirizzo web <http://www.consob.it/web/area-pubblica/albo-sim1>



Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

esecuzione di ordini per conto dei clienti, per eseguirli direttamente) sussista quel collegamento/rapporto tra l’intermediario e i soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella realizzazione della proposta di investimento rivolta al cliente, cui l’Agenzia stessa ha fatto riferimento, dovrebbe ritenersi ravvisabile un’attività di intermediazione/negoziazione esente da IVA, come poi effettivamente sostenuto dall’Agenzia delle Entrate con la citata risposta n. 372/2020. E ciò a prescindere dal fatto che la consulenza sia prestata su base indipendente.

Si ritiene, tuttavia, che la tesi che sostiene l’esistenza di un collegamento tra la prestazione del servizio di consulenza e l’operazione di negoziazione (in termini generali) e che considera tale collegamento sufficiente per qualificare il servizio di consulenza come un distinto atto di mediazione ovvero i due servizi di investimento come un’unica prestazione di servizi complessa non sia del tutto in linea con l’interpretazione fornita dalla Corte di giustizia<sup>427</sup>.

È vero, infatti, che nel prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini (così come il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti) l’intermediario svolge una funzione che, ai fini fiscali, abbiamo ricondotto nell’ambito del più ampio concetto di “negoziazione in titoli”. Si tratta, però, di un servizio di investimento ben distinto e separato da quello di consulenza, con una propria autonomia e proprie caratteristiche. La consulenza, in altri termini, non si traduce direttamente in investimenti e/o disinvestimenti: essa cessa con la prestazione di raccomandazioni personalizzate al cliente,

---

<sup>427</sup> È pur vero che in *Deutsche Bank* la CGE ha ritenuto che la prestazione di consulenza, da un lato e quella di compravendita di titoli, dall’altro, siano così strettamente connesse da formare oggettivamente una sola prestazione economica indissociabile. Si verteva però, lo si ricorda ancora una volta, nell’ambito della gestione di portafogli e cioè di un ben preciso servizio di investimento (così come, d’altronde, considerato anche dalla normativa MiFID). Vd. *supra* cap. III.3.5.2.

indipendentemente dal fatto che trovino o meno accoglimento<sup>428</sup>. Nel caso in cui il cliente decida di dar seguito a tali raccomandazioni, sia pur rivolgendosi al medesimo intermediario per la (vera e propria) fase esecutiva, si tratterà pur sempre di un servizio differente, generalmente remunerato a parte e che impone all'intermediario di assumere una veste nuova (quella di negoziatore, appunto) e di rispettare regole differenti (quali, ad esempio, quelle di *best execution*).

A meno che non si voglia tornare a discutere di accessorietà delle operazioni, ma non sembra sia questo l'approccio seguito dall'Amministrazione Finanziaria.

Se ci si limita ad osservare il servizio di consulenza in quanto tale, nessuna attività di mediazione viene (in genere) svolta da parte dell'intermediario, quantomeno nell'ambito dei servizi di investimento. E ciò anche se sussiste un collegamento, inteso come rapporto strumentale e servente, tra il servizio di consulenza in materia di investimenti e i servizi più propriamente esecutivi<sup>429</sup>.

---

<sup>428</sup> Come evidenziato in dottrina, “*nel caso del financial advisory la negoziazione di strumenti e servizi di investimento rappresenta l'attività originaria dalla quale nasce la consulenza, che da essa si distingue per un collocamento a monte del processo decisionale rispetto al processo di acquisto e per un'autonomia sul piano concettuale. Se infatti l'attività di supporto al processo decisionale anticipa la decisione di acquisto, la valutazione in merito all'opportunità e alla congruenza del singolo prodotto o servizio non implicano che il risultato del processo decisionale sfoci in una negoziazione*”. NICOLINI G. – MAZZOLI C., op. cit., pag. 493.

<sup>429</sup> Sullo stretto collegamento tra il servizio di consulenza e i servizi più propriamente esecutivi è di interesse richiamare la sentenza della Cassazione, 23 maggio 2017, n. 12937 la quale, sia pur trattando di risolvibilità degli ordini di investimento, sottolinea come il contratto di intermediazione finanziaria (c.d. contratto quadro) “*assolve la funzione di gettare le basi per la futura operatività del rapporto. Nel senso che lo stesso, in particolare, dispone gli obblighi di informazione specifica sull'investitore (c.d. informazione passiva), che sono di subitanea attuazione. E inoltre dispone l'assunzione, o interiorizzazione negoziale, degli obblighi di informazione attiva e adeguatezza circa le singole operazioni, che discendono dalle prescrizioni di legge*”. Inoltre, “*Tutto questo non può far dimenticare, però, che la funzione del contratto quadro, ovvero la sua causa negoziale, è quella di fare (per l'investitore) e di far fare (per l'intermediario) degli investimenti. L'eventualità di confinarlo senza residui nello schema del semplice contratto normativo trascura che, nella realtà normativa, come pure operativa, la sua stipulazione importa tra gli altri, anche il compito dell'intermediario di segnalare e proporre all'investitore l'opportunità di effettuare degli investimenti: secondo i termini organizzativi e contenutistici che per l'appunto si trovano prescritti da legge e regolamento. Nonché il compito di dare risposta adeguata, e secondo le ridette prescrizioni, alle richieste dell'investitore*”. In particolare, “*l'assolvimento degli obblighi di informazione attiva e di adeguatezza costituisce proprio il ponte - endocontrattuale, all'evidenza*

Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

Difficilmente, infatti, la consulenza in quanto tale rappresenterà un distinto atto di mediazione e, quindi, difficilmente l’intermediario, nel prestare il servizio di consulenza, agirà come un mediatore tra le parti, negoziando le condizioni di una transazione per conto delle stesse e facendo tutto il necessario perché concludano un contratto. Potrà sicuramente farlo, ma come detto nella differente veste di negoziatore e, quindi, prestando un ben diverso servizio di investimento.

Altrettanto difficilmente la consulenza costituirà il contenuto stesso dell’attività di negoziazione. *Rectius*, pur avendo l’attività di negoziazione il medesimo contenuto della proposta di consulenza, sarà sempre un’attività diversa e separata, autonomamente remunerata, che imporrà una differente veste al consulente/negoziatore.

Ciò almeno è sostenibile all’indomani dell’entrata in vigore della normativa di matrice MiFID che, come abbiamo visto, ha ricondotto la

---

[...] - di passaggio tra la funzione di investimento, come resa dal contratto quadro, e i singoli investimenti, come inevitabilmente espressi dai singoli ordini: in questa "cinghia di trasmissione" consistendo propriamente la protezione sostanziale che il sistema vigente viene ad assicurare all'investitore. Nei fatti, gli obblighi di informazione attiva e di adeguatezza, una volta fissati dal contratto quadro, non possono risultare operativi che nel momento della proposta e dell'esame dei singoli investimenti, focalizzandosi rispetto a specifici e distinti strumenti e prodotti finanziari: l'operatività - e dunque la rilevanza effettiva - degli obblighi stessi non potendo trovare sfogo se non in funzione dei singoli investimenti dei singoli ordini e rispetto al contenuto volta a volta specifico che questi ultimi presentano nel concreto. 11.- La consecutiva fase dei singoli ordini è stata definita nei termini di fase "attuativa" del rapporto (questa è la nota formulazione adottata dalle sentenze di Cass. SS.UU. 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725). Di certo, la stessa non potrebbe essere considerata come non dipendente dal contratto quadro; certo è pure, peraltro, che la stessa non potrebbe essere definita, o intesa, come fase di mera esecuzione - o comunque di esecuzione meccanica e ripetitiva - del rapporto [...] Di questa fase, in realtà, va sottolineata prima di tutto la sua essenzialità, secondo quanto, del resto, è fatto oggettivamente evidente. Ma, soprattutto, va rimarcato come essa rappresenti singolo ordine per singolo ordine - la fase realmente decisionale dell'attività di investimento: decisione che, secondo la protezione dettata dal sistema vigente, deve essere frutto di un lungo itinerario, che è interamente contrattuale. Si tratta, dunque, della fase che costituisce il nucleo portante, il cuore, di quest'ultima attività: ché qui si concentrano, in particolare, la decisione relativa allo strumento finanziario in cui nel concreto investire; quella inerente alla misura di concreto investimento nello stesso; come pure quella relativa alla scelta dello specifico momento in cui si viene a dare vita reale all'investimento: è qui che si valuta, nel dettaglio, l'opportunità delle condizioni che il mercato offre in quel dato segmento temporale.”. In merito alla citata sentenza, in dottrina si è sostenuto che “una volta stipulato in contratto quadro è l’attività di consulenza (strumentale ma non è escludibile neppure quella in senso stretto) che dà vita in concreto ai singoli ordini con la decisiva implicazione che «la protezione sostanziale che il sistema vigente viene ad assicurare all’investitore» risiede proprio nella esatta esecuzione della anzidetta prestazione di consulenza”. GIORGINI E., op. cit., pag. 90.

consulenza tra i servizi di investimento facendo assurgere al rango di attività riservata anche la consulenza c.d. incidentale<sup>430</sup> che, ante riforma, veniva spesso fornita dagli intermediari contestualmente alla prestazione dei servizi meramente esecutivi (e che, lo si ricorda ancora una volta, non necessitava di alcuna autorizzazione)<sup>431</sup>.

Si ritiene che un differente approccio rischierebbe di creare nuovamente quella confusione (*rectius*, sovrapposizione) tra prestazione di consulenza e prestazione di servizi esecutivi che abbiamo visto aver caratterizzato il periodo storico *ante*-MiFID, quando il c.d. Decreto Eurosim aveva ricondotto la consulenza in senso proprio tra i servizi accessori e considerato l'abilitazione alla consulenza "incidentale" insita nell'attività di negoziazione e di raccolta ordini o di collocamento e che può ritenersi ormai ampiamente superata.

---

<sup>430</sup> Essa, con il nuovo regime, è consulenza a tutti gli effetti.

<sup>431</sup> Preme evidenziare al riguardo che la Consob, nel presentare il nuovo Regolamento Intermediari nel 2007 (abrogando integralmente, quindi, la sua precedente delibera n. 11522/1998), ha fornito le "Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti" dando alcune indicazioni operative. In tale contesto, in particolare, la Consob ha evidenziato che "non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la «consulenza in materia di investimenti». Particolarmente difficile sul piano del fatto sarebbe dimostrare di non aver svolto una vera e propria consulenza in materia di investimenti, per quegli operatori che, sulla base di scelte astratte, optassero per la fornitura ad es., di un servizio di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini, in abbinamento con un servizio denominato di «consulenza generica»." (sottolineato già presente nel testo originario). Inoltre, posto che "il servizio di consulenza in materia di investimenti può assumere forma anche non necessariamente «continuativa», non è condivisibile l'annotazione (registrata nelle risposte alla consultazione) secondo cui, nel caso di un «consiglio «spot» ... la consulenza, avendo natura episodica, non penetra nell'attività promozionale dell'intermediario, la quale continua, pertanto, ad essere svolta sotto il regime del collocamento». Se vi è un consiglio ad un cliente (per quanto «episodico») volto a presentare un prodotto come adatto al medesimo, il rapporto, va disegnato sulla regola di «adeguatezza» (propria della consulenza) e non su quella di «appropriatezza» a cui è ispirato il servizio di collocamento." Cfr. "Nuovo Regolamento Intermediari - Esito delle consultazioni" del 30 ottobre 2007, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

Il servizio di consulenza quale attività di “negoziazione” ai fini IVA

Per quanto concerne, poi, la consulenza non indipendente, generalmente prestata dagli intermediari bancari in abbinamento ai servizi cc.dd. “esecutivi”, viene spesso offerta a titolo gratuito essendo remunerata, indirettamente, attraverso la retrocessione delle commissioni da parte delle case produttrici (e, quindi, non direttamente dal cliente). In questi casi non si pone, quindi, alcun problema in termini di trattamento ai fini IVA.

Tuttavia, sempre più spesso gli intermediari (bancari) prevedono forme di consulenza (non indipendente) a pagamento. Si ritiene che in questi casi valgano le stesse considerazioni fatte per la consulenza indipendente. Non si tratta più, infatti, di consulenza “incidentale”, ma di un vero e proprio servizio di investimento, autonomamente remunerato, separato e distinto rispetto ai servizi di carattere esecutivo.

Sulla base di tutto quanto sopra rappresentato, per quanto due prestazioni, la consulenza da un lato e la negoziazione dall’altro, siano strettamente connesse o l’una sia il presupposto dell’altra, si ritiene che molto difficilmente il servizio di consulenza possa essere qualificato, esso stesso, come negoziazione ai fini IVA, trattandosi come già detto di un servizio di investimento ben distinto e separato.

Pertanto, si ritiene che il servizio di consulenza in materia di investimenti, in termini generali, non possa usufruire del regime di esenzione di cui all’art. 10, del DPR n. 633/1972 (e all’art. 135, della Direttiva IVA), ma debba essere assoggettato ad IVA.

Tale conclusione, d’altronde, trova conferma nelle già menzionate sentenze della CGE e, in particolare, nella sentenza *GfBk* in cui la Corte ha affermato, sia pur incidentalmente, che la consulenza fornita a persone fisiche o giuridiche che investono direttamente il loro denaro in titoli sia sempre imponibile ai fini IVA e, quindi, che non possa rientrare tra le esenzioni previste dall’art. 135 della Direttiva.

Quanto al parere del Comitato IVA, alcune considerazioni si ritengono doverose.

Innanzitutto, nel parere fornito all'Amministrazione Finanziaria italiana è stato premesso che i servizi di investimento (in termini generali) non devono essere necessariamente ricondotti al regime delle esenzioni di cui all'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva<sup>432</sup>.

Nel definire, poi, gli elementi essenziali affinché un servizio (sempre in termini generali) possa essere ricondotto alla “negoiazione in titoli”, il Comitato non ha fatto sicuramente riferimento alla normativa MiFID ma, richiamando la causa *CSC*, ha semplicemente ribadito che esso deve costituire una distinta attività di mediazione finalizzata a fare tutto il necessario perché due parti possano concludere un contratto. Anche il Comitato IVA, quindi, al pari della CGE, ha evitato di cercare quel coordinamento tra disciplina fiscale e disciplina di settore che, come abbiamo già avuto modo di osservare, appare invece fondamentale per individuare una chiave di lettura in grado di guidare sia gli operatori di mercato che le amministrazioni finanziarie.

Infine, il Comitato IVA non ha indicato gli elementi in presenza dei quali il servizio di consulenza possa essere ricondotto all'attività di negoziazione, ma solo gli elementi senza i quali non si verterebbe sicuramente nell'ambito dell'attività di consulenza. In altri termini, esso non si è esposto nell'individuare (se e) in quali ipotesi, invece, la prestazione di consulenza possa rappresentare attività di negoziazione.

Secondo il Comitato IVA, in particolare, (1) il servizio di consulenza in materia di investimenti non implica necessariamente

---

<sup>432</sup> Secondo quanto evidenziato dal Comitato IVA, infatti, “*it seems clear that the provision of investment service in securities should not necessarily lead to the application of the exemption pursuant to Article 135(1)(f) of the VAT Directive, taking into account the legislation and the doctrine of the CJEU as in stands. This is the reason why we stress the need to be cautious as to the application of this exemption*”.

un'attività di negoziazione tra le parti (il potenziale investitore che riceve la consulenza e il venditore dei titoli) e (2) l'attività di un consulente in materia di investimenti che non sia anche coinvolto nella negoziazione e nella conclusione del contratto tra il cliente e la parte che commercializza i titoli non può essere ricondotta a un'attività di "negoziazione in titoli".

Tale conclusione ha fatto propendere l'Agenzia delle Entrate (che già con la precedente Risoluzione n. 343/2008 aveva inquadrato la consulenza nell'ambito della negoziazione) a ritenere che nel caso in cui, viceversa, il consulente svolgesse anche un'attività di negoziazione, la sua prestazione sarebbe esente da IVA.

Senza voler, tuttavia, indagare il reale significato delle parole utilizzate dal Comitato IVA, si ribadisce che l'approccio dallo stesso utilizzato sia in ogni modo eccessivamente focalizzato solo sulla normativa IVA (europea), senza una reale contestualizzazione della fattispecie esaminata all'interno del settore di riferimento e senza tener conto, quindi, delle sue peculiarità.

### ***5.5 Classificazione MiFID e fiscale del servizio di consulenza***

È evidente come la soluzione cui si è giunti, circa il trattamento ai fini IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti, richieda un forte coordinamento tra normativa fiscale e normativa finanziaria, dovendo interpretare (e applicare) la prima alla luce della seconda considerando, quindi, le caratteristiche dei singoli servizi di investimento, la netta separazione esistente tra gli stessi e la relativa autonomia.

Da tutto quanto esposto emergono, infatti, molte differenze tra l'approccio MiFID, orientato verso la classificazione e la definizione (in generale) dei singoli servizi di investimento e quello fiscale, più

genericamente orientato verso le operazioni, inclusa la negoziazione, relative a titoli. E ciò rappresenta un'importante fonte di incertezza per tutti gli operatori che per un motivo o per un altro devono interpretare tali norme.

Come abbiamo già avuto modo di rilevare con riferimento alla posizione della Corte di giustizia europea, l'orientamento è sostanzialmente quello di interpretare i termini delle esenzioni “*in funzione del sistema e della finalità della normativa di cui essi fanno parte*” ovvero inquadrandoli “*nel contesto generale del sistema comune dell'IVA*”, senza alcun riferimento alla disciplina di settore, in considerazione del fatto che le finalità delle due disposizioni sarebbero generalmente differenti.

In questo modo la Corte ha sostanzialmente esteso il principio di autonomia delle nozioni utilizzate nella Direttiva IVA, che dovrebbe valere solo con riferimento al diritto nazionale, anche alla normativa, sempre europea, che disciplina altri settori (quale, appunto, quello finanziario). Il passaggio apodittico dell'Avvocato Generale nella causa *Deutsche Bank*, nella parte in cui questi ritiene<sup>433</sup> che non vi sia “*motivo di ricorrere ad altre norme dell'Unione, come ad esempio la direttiva 2004/39*”, ne è una palese dimostrazione.

Tutto ciò crea particolari difficoltà quando ci si trova a dover interpretare la normativa fiscale per applicarla (correttamente) a servizi regolamentati e che, come la consulenza in materia di investimenti, presentano diverse peculiarità e profili di complessità. Spesso, infatti, non è neanche del tutto chiaro cosa debba essere ricondotto a tale servizio che, per sua natura, presenta diverse modalità di erogazione.

Concentrarsi sulla singola prestazione per cercare di capire come inquadrarla nell'ambito della normativa IVA, se (1) tra le operazioni da

---

<sup>433</sup> Sia pur con riferimento all'interpretazione dell'art. 56 della Direttiva IVA.



esentare e, in particolare, tra le operazioni relative a titoli ovvero nell'ambito della negoziazione, oppure (2) tra le operazioni imponibili, senza una previa contestualizzazione della prestazione stessa all'interno della normativa di riferimento (MiFID), oltre a risultare un esercizio alquanto complesso, può comportare anomalie interpretative e distorsioni a scapito, ancora una volta, della chiarezza e della certezza giuridica e, in definitiva, del cliente/investitore, parte più debole dell'intera catena.

Ciò determina anche distorsioni nell'applicazione del tributo e rischi di differenti interpretazioni tra uno Stato membro e un altro.

Al riguardo, preme richiamare il già citato studio che la Commissione europea ha affidato a *PricewaterhouseCoopers*<sup>434</sup> e da cui è emerso che, nel 2006, su 25 Stati membri, 9 consideravano il servizio di consulenza in materia di investimenti esente ai fini IVA, 13 lo consideravano imponibile e 3 non avevano (e non fornivano) chiare indicazioni al riguardo.

Nel successivo studio del 2011 la stessa *PricewaterhouseCoopers*<sup>435</sup> ha incidentalmente evidenziato che il servizio di consulenza in materia di investimenti debba essere considerato imponibile.

Allo stesso tempo, però, abbiamo visto che l'Amministrazione Finanziaria italiana si è spinta sino a considerare il servizio in esame esente da IVA, posizione sostanzialmente confermata nel 2018 e nel 2020 sia pur al sussistere di alcune condizioni poste dalla Corte di giustizia europea e dal Comitato IVA.

---

<sup>434</sup> Cfr. *PricewaterhouseCoopers*, "Study to increase the understanding of the economic effects of the VAT exemption for financial and insurance services" cit..

<sup>435</sup> Cfr. *PricewaterhouseCoopers*, "How the EU VAT exemptions impact the Banking Sector – Study to assess whether banks enjoy a tax advantage as a result of the EU VAT exemption system" cit..



## Considerazioni finali

Le operazioni finanziarie, in ambito europeo, sono generalmente esenti da IVA. Tale esenzione, quando riferita al mondo dei mercati finanziari e, quindi, dei servizi di investimento, incontra notevoli difficoltà applicative non essendo affatto chiaro quali tra questi possano essere ricondotti tra le “operazioni relative a titoli” ed essere considerati, quindi, esenti dal tributo.

Né la *ratio* alla base delle esenzioni viene in aiuto non toccando direttamente i servizi di investimento. Questi, infatti, sono in genere remunerati attraverso una commissione facilmente individuabile anche ai fini della determinazione dell'imposta.

La corretta qualificazione ai fini IVA dei singoli servizi di investimento riveste, tuttavia, un'importanza fondamentale, oltre che per esigenze di certezza giuridica, anche per le ripercussioni che determina sulla detraibilità dell'imposta, sulle scelte organizzative dei soggetti economici e, in definitiva, sulla concorrenza.

Nel presente lavoro, al fine di individuare il corretto trattamento fiscale dei singoli servizi di investimento, si è scelto di partire dalla normativa dettata in materia di intermediazione finanziaria e, in particolare, dal significato dei termini utilizzati dal legislatore comunitario della normativa MiFID.

Si è ritenuto, infatti, che ciò avrebbe consentito una più agevole interpretazione della normativa dettata in materia di IVA (con particolare riferimento al regime delle esenzioni) per i servizi di investimento e di tracciare un collegamento tra normativa di matrice MiFID e normativa fiscale.

Una volta individuato il corretto significato dei termini utilizzati in ambito finanziario, si è quindi cercato di individuare a quali di questi

## Considerazioni finali

termini il legislatore fiscale ha inteso fare riferimento quando ha disciplinato il regime delle esenzioni IVA.

Sono state, poi, analizzate le modalità di recepimento della normativa comunitaria nell'ordinamento nazionale cercando di individuare, anche a livello domestico, un collegamento tra normativa fiscale e normativa di settore (finanziario) necessario per garantire certezza giuridica agli operatori.

È stato fatto anche un cenno alle modalità di recepimento della normativa comunitaria negli ordinamenti di alcuni dei principali Stati europei (con riguardo al settore finanziario), con particolare riferimento ai servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti.

Il presente lavoro ha fatto emergere una profonda differenza tra la classificazione MiFID dei servizi di investimento e quella fiscale delle operazioni finanziarie, oltre alla mancanza di coordinamento tra le relative normative.

Quella MiFID, infatti, definisce i servizi di investimento fornendone una elencazione tassativa e, per la maggior parte di essi, anche una definizione che consente di garantire un minimo di certezza interpretativa agli operatori.

La normativa dettata in materia di IVA è risultata, per forza di cose, di portata più ampia e generale rispetto a quella relativa ai mercati finanziari dovendo coprire diversi settori. Nel trattare del regime delle esenzioni essa fa generico riferimento alle operazioni finanziarie e, in particolare, alle operazioni (compresa la negoziazione) relative a titoli, senza fornire una chiara definizione dei termini con cui tali esenzioni sono state designate.

## Considerazioni finali

La proposta della Commissione UE di modifica alla Direttiva IVA, che mirava a precisare quali servizi finanziari fossero esenti fornendo, tra l'altro, la definizione dei termini utilizzati, non ha trovato attuazione.

Conseguentemente si è dovuto far ricorso all'interpretazione della Corte di giustizia europea per cercare di colmare il *gap* esistente. In tale contesto, la CGE avrebbe potuto (e dovuto) assicurare quel coordinamento che il legislatore non ha voluto (o non è stato in grado di) garantire.

L'analisi delle principali sentenze della CGE, tuttavia, ha evidenziato la mancanza di una chiave di lettura che potesse guidare tanto gli operatori di mercato quanto le amministrazioni finanziarie chiamate ad applicare correttamente la normativa fiscale all'interno dei singoli Stati membri. Anzi, l'utilizzo (forse esasperato) del principio di autonomia delle nozioni IVA, anche con riferimento alla disciplina comunitaria di settore, oltre che a quella nazionale dei singoli Stati membri, ha forse contribuito ad alimentare quella situazione di incertezza che ancora oggi caratterizza alcuni servizi di investimento con riferimento al loro corretto trattamento fiscale.

Un esempio degli effetti che tale incertezza può determinare è rinvenibile proprio nel contesto italiano ove il *misunderstanding* interpretativo tra Amministrazione Finanziaria e Corte di giustizia europea ha costretto la prima a rivedere più volte la propria posizione sul trattamento fiscale dei principali servizi di investimento (gestione di portafogli e consulenza) determinando non pochi problemi per gli operatori di settore.

L'approccio adottato dall'Agenzia delle Entrate, caratterizzato dalla ricerca di soluzioni ispirate al caso concreto e spesso fondate su affermazioni apodittiche, come nella citata risposta n. 372/2020 con la

## Considerazioni finali

quale la stessa ha ritenuto la prestazione dei servizi di consulenza e di ricezione e trasmissione di ordini, nel caso di specie, non indipendenti tra loro sulla base della semplice sussistenza di una connessione tra gli stessi e senza fornire ulteriori elementi argomentativi, non fa che accrescere le incertezze.

Tra l'altro, la mancanza di *leading case* portati all'attenzione dei giudici nazionali fa sì che il dialogo resti confinato tra l'Amministrazione Finanziaria e la Corte di Giustizia europea.

In questo contesto, la necessità di individuare una chiave di lettura in grado di guidare sia gli operatori di mercato che le amministrazioni finanziarie è apparsa particolarmente evidente.

Avendo, quindi, constatato che le due normative (quella MiFID e quella IVA) non si incontrano neanche nell'attività ermeneutica della Corte di giustizia europea la quale, nell'interpretare i termini della Direttiva IVA, non ha mai sentito la necessità di rinviare alle nozioni e ai concetti esplicitati nella Direttiva MiFID, se non per definire le singole "operazioni" di volta in volta poste alla sua attenzione, con il presente lavoro si è cercato di interpretare la prima alla luce della seconda.

In altri termini, l'analisi della Direttiva IVA e, più in particolare, del trattamento da essa riservato alle operazioni finanziarie, è stata svolta cercando di ricondurre queste ultime ai (singoli) servizi di investimento (e, quindi, alla Direttiva MiFID) al fine di tracciare (o quantomeno di tentare di farlo) un collegamento che né il legislatore comunitario prima né la Corte di Giustizia poi (sul presupposto che le finalità delle disposizioni comunitarie sarebbero generalmente differenti) hanno voluto individuare.

## Considerazioni finali

Il suddetto approccio alla lettura della Direttiva IVA ha fornito possibili soluzioni al trattamento fiscale di alcuni servizi di investimento per i quali ancora oggi sussistono dubbi.

È il caso, ad esempio, del servizio di collocamento che, nelle due declinazioni del collocamento con “impegno irrevocabile” e del “mero collocamento”, è stato ricondotto nell’ambito della “negoziazione” e, quindi, delle attività esenti, proprio attraverso l’interpretazione della Direttiva IVA alla luce della normativa di settore e delle caratteristiche che questa attribuisce (e delle regole che impone) a tale servizio di investimento (tali, cioè, da garantire la terzietà dell’intermediario).

È anche il caso del servizio di consulenza in materia di investimenti che, per come è stato delineato nella normativa MiFID prima e MiFID II poi, ha assunto pari grado e dignità rispetto a tutti gli altri servizi di investimento, con una propria autonomia (rispetto ai servizi “esecutivi”) e proprie regole, tanto da non poterlo ricondurre, si ritiene, all’attività di “negoziazione” quantomeno sulla base della normativa vigente.

Con particolare riferimento a tale ultimo servizio di investimento è stata anche valutata l’applicabilità del principio di accessorietà e, quindi, la possibilità di considerarlo accessorio rispetto ad un altro servizio di investimento, principale, esente da IVA. Tuttavia, sempre sulla base della lettura che, con il presente lavoro, si è voluta dare alla Direttiva IVA, si è giunti alla conclusione che difficilmente un servizio di investimento possa risultare accessorio ad un altro per le stesse motivazioni di cui sopra.

La lettura congiunta delle due disposizioni di rango comunitario ha fatto emergere anche qualche dubbio circa il trattamento fiscale riconosciuto al servizio di gestione di portafogli all’indomani della nota sentenza *Deutsche Bank*.

## Considerazioni finali

In quest'ultima ipotesi, in cui la Corte è stata chiamata ad esprimersi direttamente sul trattamento fiscale di un ben preciso servizio di investimento, la ricerca di un coordinamento normativo tra le due disposizioni comunitarie o, quantomeno, di criteri in grado di garantire un'interpretazione dei termini utilizzati nella Direttiva IVA più confacente al contenuto della Direttiva MiFID, sarebbe stata particolarmente apprezzata, soprattutto in nome della tanto acclamata certezza giuridica.

La Corte ha, invece, preferito evitare un'interpretazione della normativa fiscale alla luce di altre norme dell'Unione propendendo per l'imponibilità del servizio di gestione individuale di portafogli quale prestazione economica unica sulla base di un ragionamento sicuramente non incontrovertibile e senza chiarire la motivazione alla base di tale decisione.

Sembra, infatti, che la Corte abbia semplicemente preferito trincerarsi dietro la mancata esplicita previsione, da parte del legislatore comunitario, del servizio di gestione individuale di portafogli nell'art. 135, par. 1, lett. f), della Direttiva IVA oltre che dietro il principio di interpretazione restrittiva dei termini con cui sono state designate le esenzioni per giungere alla conclusione che il suddetto servizio di investimento debba considerarsi non esente da IVA.

In definitiva, il presente lavoro di ricerca ha fatto emergere come l'intero sistema dell'IVA, con particolare riferimento alle operazioni finanziarie, si sia ormai consolidato sulle interpretazioni della Corte di giustizia le quali hanno mostrato un'elevata resilienza intrinseca.

La mancata adozione di un approccio virtuoso da parte della CGE, che cercasse di far convergere i due ambiti, quello MiFID e quello fiscale, ha prodotto un risultato in parte opaco in cui le nozioni della Direttiva IVA galleggiano in una sorta di limbo il cui unico



## Considerazioni finali

interprete è la CGE stessa, tra l'altro nell'ambito delle operazioni finanziarie in cui il regime di esenzione è assolutamente predominante.

Il sistema IVA è, in altri termini, instradato su un percorso che non interseca affatto quello MIFID con tutto ciò che questo comporta.

Il superamento di tale situazione appare, quindi, difficilmente realizzabile in quanto si ritiene ormai alquanto improbabile che la Corte di giustizia europea possa cambiare approccio ed iniziare ad interpretare i termini delle esenzioni in funzione, non solo del sistema e delle finalità della normativa di cui essi fanno parte, ma anche facendo riferimento alla disciplina (comunitaria) di settore, in modo da poter garantire una vera e propria autonomia delle definizioni rispetto al diritto interno degli Stati membri.

A questo punto, l'unica forma di intervento che potrebbe far convergere le due discipline, quella MiFID e quella fiscale, sembra rappresentato da una modifica normativa in ambito comunitario, per quanto non facilmente realizzabile da un punto di vista politico come si è avuto modo di rilevare nel presente lavoro.

In altri termini, si ritiene che solo un intervento legislativo finalizzato a rimettere mano alla normativa IVA potrebbe fornire criteri più chiari e stringenti per l'applicazione delle disposizioni in essa contenute, con particolare riferimento a quelle che in un modo o nell'altro riguardano il settore finanziario.



## Bibliografia

### *Dottrina*

AA.VV., *“Per una costituzione fiscale europea”*, a cura di A. Di Pietro, Cedam, 2008

AA.VV., *“Strumenti e prodotti finanziari: bisogni di investimento, finanziamento, pagamento e gestione dei rischi”*, Giappichelli, Torino, 2012

AA.VV., *“Regole e mercato”*, Tomo I, Giappichelli, 2016

ALBANO A., *“L’esenzione IVA dei servizi in materia bancaria e finanziaria - Profili evolutivi alla luce della prassi dell’Amministrazione finanziaria (con postilla sul principio di proporzionalità)”* in SFEF - Strumenti Finanziari e Fiscalità, 2021/50, pag. 105

ALBONICO D., *“Soggetti ad Iva i servizi di consulenza in investimenti finanziari”* in Euroconference News, 3 settembre 2018

ALPA G., *“Mercati e prodotti finanziari”*, Cedam, Padova, 2001

AMAND C., *“European Union – The limits of the EU VAT exemption for financial services”*, International VAT Monitor, 2009 (Vol. 20), No. 4, IBFD

AMAND C., *“European Union – EU VAT and Financial Services: Which Rules, What Consequences and Which Possible Solutions?”*, International VAT Monitor, 2009 (Vol. 30), No. 5, IBFD

AMBROSINI S. – DEMARCHI P. G., *“Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari”*, Giuffrè, 2009

ANNUNZIATA F., *“Il regolamento Consob 10943/97: le attività di negoziazione, di ricezione e trasmissione di ordini, di mediazione”*, in Le Società, 1998, 6

ANNUNZIATA F., *“La disciplina del mercato mobiliare”*, Settima Edizione, Giappichelli, Torino, 2014

ANTONUCCI A., *“Regole di condotta e conflitti di interesse”*, in Banca, borsa e tit. cred., I, 2009, pag. 9

## Bibliografia

- APELLI M., “Al via le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza nei rapporti fra risparmiatori e intermediari”, in *Obbl. e Contr.*, 2007, 12, pag. 1038
- BALDINELLI C., “*Bancassurance: il punto di vista del supervisore*”, Forum Bancassicurazione, Roma, 2015
- BANFI A., “*I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della Borsa*”, ISEDI, 2013
- BASILAVECCHIA M., “*Aspetti della limitazione della detrazione in presenza di operazioni esenti nell'imposta sul valore aggiunto: profili sostanziali e procedurali*” in *Giur. it.*, 1986, III, 2
- BERETTA G., “*VAT on Financial and Insurance Services at the Dawn of the Fourth Industrial Revolution*” in *International VAT Monitor*, IBFD, 2018, Vol. 29
- BERLIRI A., “*Caratteristiche dell'Iva italiana*” in *Dir. prat. trib.*, I, 1972, 415
- BERLIRI A., “*L'imposta sul valore aggiunto. Studi e scritti vari*”, Giuffrè, Milano, 1971
- BOCHICCHIO F., “*Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*”, Cedam, 1994
- BORIA P., “*Diritto tributario europeo*”, Giuffrè, 2010
- BOSELLO F., “*L'imposta sul valore aggiunto. Aspetti giuridici*”, Bologna, 1979
- BOSELLO F., “*L'attuazione delle direttive comunitarie in materia di imposta sul valore aggiunto*”, in *Riv. dir. trib.*, 1997, I, 705
- BRANCADORO G., “*Strumenti finanziari e mercato mobiliare*”, Giuffrè, 2005
- CAMPOBASSO G. F., “*Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana*” in *Banca, Borsa e tit. di credito*, 1999
- CAPOLUPO S., “*Iva: limiti alla detrazione secondo la Corte di Giustizia*” in *Fisco*, 2001
- CARBONE S. M., “*Il ruolo della Corte di Giustizia nella costruzione del sistema giuridico europeo*” in *Dir. pubb. comp ed europeo*, 2006

## Bibliografia

- CARBONETTI F., *“I contratti di intermediazione mobiliare”*, Giuffrè, 1992
- CARBONETTI F., *“Dai «valori mobiliari» agli «strumenti finanziari»”* in *Rivista delle società*, 1996
- CARDI E., *“Mercati e Istituzioni in Italia”*, Terza edizione, Giappichelli, 2014
- CARVALHO B. – LAMENSCH M. – VAN THIEL S., *“The VAT exemption for insurance-related services of brokers and agents: the case of the «Call Centre»”*, *European Taxation*, 2011 (Vol. 51), *Journals IBFD*
- CECAMORE L., voce *“Valore aggiunto (imposta sul)”* in *Dig. comm.*, 1999
- CENTORE P., *“Effetti della nuova Direttiva Iva: la trasparenza interpretativa”* in *Corr. Trib.*, 4/2007, pag. 300
- CENTORE P., *“IVA”*, Edizione XI, Ipsoa, 2020
- CENTORE P., *“IVA – Bussola di orientamento delle norme europee”*, Ipsoa, 2013
- CENTORE P., *“IVA europea”*, Edizione II, IPSOA, 2016
- CENTORE P., *“IVA europea. Guida alla nuova Direttiva rifiuta”*, Ipsoa, 2007
- CENTORE P., *“La disciplina Iva si adegua alle norme comunitarie”* in *Corr. trib.*, Inserto n. 9, 1997
- CENTORE P., *“Qualificazione delle operazioni: le prestazioni di servizi”* in *Corr. trib.*, 2001
- CERATO S., *“Le operazioni accessorie ai fini Iva”*, in *Euroconference News*, 19 settembre 2014
- CHIONNA V.V., *“Le origini della nozione di valore mobiliare”* in *Rivista delle società*, I, 1999
- CIAN M. – SANDEI C., *“Diritto del Fintech”*, Cedam, 2020
- COMELLI A., *“Il principio di neutralità dell’Iva nell’ipotesi di effettuazione di operazioni esenti”* in *Riv. dir. trib.*, 1995, II, pag. 954
- COMELLI A., *“Iva nazionale ed Iva comunitaria”*, Padova, 2000
- COMELLI A., *“L’armonizzazione fiscale e lo strumento della Direttiva comunitaria in relazione al sistema dell’Iva”* in *Dir. prat. trib.*, 1998, I

## Bibliografia

- COMELLI A., *“La Corte di giustizia ribadisce le caratteristiche fondamentali del sistema dell’Iva”* in Riv. dir. trib., III, 2000
- CONFALONIERI, *“Sulla interpretazione delle esenzioni IVA oggetto dell’art. 13 della VI Direttiva”*, in Riv. Dir. Trib., 1997, II, pag. 691
- CORAPI E. – LENER R., *“I diversi settori del Fintech – Problemi e prospettive”*, Cedam, 2019
- CORDEIRO GUERRA, *“L’Iva quale imposta sui consumi: riflessi applicativi secondo la Corte di Giustizia”* in Rass. trib., 1996
- COSCIANI C., *“L’imposta sul valore aggiunto”*, Roma, 1968
- COSSU M., *“Contratto di gestione di portafogli”*, in I contratti del mercato finanziario a cura di GABRIELLI E. – LENER R., Torino, 2011
- COSSU M., *“La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari”*, Giuffrè, Milano, 2002
- COSTI R., *“Il mercato mobiliare”*, Undicesima edizione, Giappichelli, 2018
- DE GIOIA-CARABELLESE P., *“Attività bancaria e di investimento «fuori sede», «tied agents» e consulenza finanziaria nella nuova direttiva sui servizi di investimento su strumenti finanziari: prime riflessioni e spunti critici”* in Il Nuovo Diritto, 2006
- DE GIORGI D., *“Le nuove disposizioni in materia Iva per il servizio di gestione individuale di portafogli”* in Il Fisco, fascicolo 1, 22/2013, pag. 3343
- DE LA FERIA R., *“The EU VAT treatment of insurance and financial services (again) under review”* in EC TAX Review, 2007/2, pag. 74
- DE LA FERIA R. – KREVER R., *“Ending VAT exemptions: towards a post-modern VAT”*, Oxford University Centre for business taxation, WP 12/28
- DE MARI M., *“Diritto delle imprese e dei servizi di investimento”*, Cedam, 2018
- DE PETRIS G., *“Accessorietà delle prestazioni ai fini IVA e criteri distintivi dell’unicità dell’operazione economica: luci e ombre di un recente intervento della Corte di Cassazione”*, in Dir. e Pratica Trib., 3/2019, pag. 1283

## Bibliografia

- DE RINALDIS A., “*Il concetto di «esenzione» nella giurisprudenza nazionale e Comunitaria*” in *L’Iva*, 2002, pag. 219
- DELLA VECCHIA R., “*Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari: profili interpretativi ed applicativi*” in AA. VV. (a cura di Parrella - Tofanelli), “*Banche, promotori ed internet nell’offerta di prodotti finanziari*”, Milano, 2000
- DI CIOMMO F., “*La consulenza finanziaria alla luce della MIFID 2: profili giuridici*”, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2017, pag. 39
- DI MASCIO A., “*La consulenza finanziaria*”, Egea, 2011
- DI PIETRO A., Presentazione in AA. VV. (a cura di Di Pietro), “*Lo Stato della fiscalità nell’Unione europea*”, Roma, 2003
- DI PIETRO A. – TASSANI T., “*I principi europei del diritto tributario*”, Cedam, 2013
- DUS S., “«Provviszioni» e «consulenze» nell’IVA”, in *Dialoghi Tributarî*, n. 1/2008, pag. 139
- ENGLISCH J., “*EU perspective on VAT exemptions*”, Working Papers 1111, Oxford University Centre for Business Taxation, 2011
- ENRIQUES L., “*Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*” in *Riv. delle società*, 1998
- FALSITTA, G., “*Manuale di diritto tributario. Parte generale*”, Cedam, Padova, 2017
- FALSITTA, G., “*Manuale di diritto tributario. Parte speciale*”, Cedam, Padova, 2018
- FANTOZZI A., “*Diritto tributario*”, IV Edizione, Utet Giuridica, 2012
- FANTOZZI A., “*Operazioni imponibili, non imponibili ed esenti nel procedimento di applicazione dell’IVA*”, in *Rivista di Diritto Finanziario*, n. 1/1973, pag. 138
- FANTOZZI A., “*Presupposto e soggetti passivi dell’imposta sul valore aggiunto*” in *Dir. prat. trib.*, 1972, I, pag. 728
- FASSÒ F., “*Il regime IVA dei servizi di consulenza finanziaria in materia di investimenti tra orientamenti comunitari e prassi interna*” in *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, 2018/36, pag. 87
- FAZZINI E., “*La riforma dell’Iva*” in *Fisco*, 1998

## Bibliografia

- FEDELE A., *“Esclusione ed esenzioni nella disciplina dell’I.V.A.”*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, 1973, pag. 146
- FERRARIO A. A., *“La diretta applicabilità della direttiva comunitaria Iva in caso di incompatibilità della normativa interna”* in *Dir. prat. trib.*, 2003, II
- FERRARIO A. A., *“Rimborsi Iva ed attività esenti secondo la VI direttiva comunitaria”* in *Riv. Giur. Trib.*, 2004
- FILIPPI P., *“L’imposta sul valore aggiunto”* in AA. VV., *“Trattato di diritto tributario”* diretto da Amatucci, IV, Padova, 1994
- FILIPPI P., voce *“Valore aggiunto (imposta)”* in *Enc. dir.*, 1993
- FORTUNATO S., *“Conflitti di interessi e disciplina degli inducements”*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2, 2009, pag. 136
- FRANSONI G., *“Prestazioni di intermediazione esenti ai fini dell’imposta sul valore aggiunto e «comparatori di prezzo»”* in *Rass. Trib.*, 2020, 2, pag. 342
- FRUMENTO L., *“La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella Direttiva Mifid”*, in *I Contratti*, 2007, 6, pag. 583
- FUSCO C., *“Le esenzioni iva e le operazioni finanziarie nell’Unione europea: spunti di riflessione”* in *Riv. dir. trib.*, 1998
- GAETA M. M., *“La gestione dei portafogli di investimento. La discrezionalità del gestore e l’autorizzazione del cliente”* in *Giur. it.*, 2001
- GAFFURI L., *“I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi”*, Giuffrè, 2010
- GAFFURI L. – BELLEGGIA S., *“I servizi di investimento dopo la MIFID II”*, Giuffrè, 2019
- GALLO F., *“L’Iva: verso una ulteriore revisione”* in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 1978, I
- GALLO F., *“Profili di una teoria dell’imposta sul valore aggiunto”*, Cavour, Roma, 1974
- GARATTINI V., *“Sul regime IVA del servizio di consulenza in materia di investimenti”* in *Diritto Bancario*, *“Fiscalità finanziaria”*, 12 giugno 2018



## Bibliografia

GERSTER C., *“European Banking and Financial Services Law”*, Kluwer Law International, Seconda edizione, 2006

GINEVRA E., *“Efficienza del mercato e nuova intermediazione”*, Giappichelli, 2019

GIORGI M., *“Detrazione e soggettività passiva nel sistema dell’imposta sul valore aggiunto”*, Cedam, Padova, 2005

GIORGI M., *“L’effettuazione di operazioni nel campo di applicazione dell’Iva nell’attribuzione della soggettività passiva e del diritto alla detrazione d’imposta: profili comunitari ed interni”* in *Rass. trib.*, 1999, II

GIORGI M., *“Sull’oggettività dell’esenzione da IVA delle operazioni di assicurazione e riassicurazione, e sulla nozione di operazione accessoria”*, in *Rass. Trib.*, 2/1999, pag. 648.

GIORGIANNI F. – TARDIVO C. M., *“Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari”*, Giuffrè, 2012

GIORGINI E., *“Consulenza finanziaria e sua adeguatezza”*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2017

GODANO G., *“Il progetto di riforma dell’architettura finanziaria in Europa”* in *Dir. Unione Europea*, 2004

GODANO G., *“La normativa bancaria italiana e comunitaria (1994-1995)”* in *Dir. Unione Europea*, 1996

GRANELLI A. E., *“L’attuazione in Italia della VI Direttiva Cee”* in *Dir. prat. trib.*, 1979

GREGGI M., *“Il principio di inerenza nel sistema di imposta sul valore aggiunto: profili nazionali e comunitari”*, Pacini Editore, Pisa, 2012

GRECO F. – LECCI M., *“La trasparenza bancaria. Tra regole di disclosure, product governance, consumer behaviour e digitalizzazione del mercato”*, Pacini Giuridica, 2020

GRUBERT H. – KREVER R., *“VAT and Financial Services: Competing Perspectives on What Should Be Taxed”* in *Tax Law Review*, 2012

GUFFANTI E., *“I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il mirror trading”*, in *Le Società*, 6/2013, pag. 676

## Bibliografia

- HENKOW O., *“Financial Activities in European VAT”*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, The Netherlands, EUCOTAX Series on European Taxation, p. 1
- IMBRUGLIA D., *“La regola di appropriatezza nei contratti di servizio di risparmio amministrato”* in Riv. Dir. Priv., Cacucci Editore, n. 3/2017, pag. 457
- INZITARI B. – PICCININI V., “MONACO C., *“La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari”*”, Cedam, 2008
- JESPERSEN CLAUS BOHN, *“Intermediation of Insurance and Financial Services in European VAT”*, DJØF Publishing, Copenhagen, Denmark and Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, The Netherlands, EUCOTAX Series on European Taxation, 2011, p. 171
- KERRIGAN A., *“The Elusiveness of Neutrality – Why Is It So Difficult To Apply VAT to Financial Services?”*, International VAT Monitor, IBFD, March/April 2010
- LA ROSA S., voce *“Esenzione (diritto tributario)”*, in Enc. dir., vol. XV, Milano 1966
- LENER R., *“Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali”* in Banca, borsa e tit. cr., 1997
- LIBONATI B., *“Titoli di credito e strumenti finanziari”*, Giuffrè, Milano, 1999
- LOGOZZO M., *“La qualificazione unitaria dell’operazione ai fini IVA”* in GT – Riv. Giur. Trib., Anno XIII, n. 3/2006, pag. 210
- LUCARELLI P., *“La disciplina degli inducements nella nuova direttiva sui servizi di investimento (“MiFID”)”*, in Diritto della banca e del mercato finanziario, I, 2008
- LUPI R., voce *“Imposta sul valore aggiunto”* in Enc. giur., 1989
- LUPI R., *“Profili sistematici del nuovo regime Iva dell’outsourcing bancario e assicurativo”* in Rass. trib., 1999
- MAFFEIS D., *“Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi”*, in Dir. banca e mercato finanziario, I, 2008
- MAGGIOLO M., *“Servizi ed attività d’investimento. Prestatori e prestazioni”* in Trattato di Dir. Civ. e Comm., Giuffrè, 2012, pag. 40

## Bibliografia

MAGGIOLO M., “*Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione di ordini*”, in Banca borsa tit. cred., Giuffrè, 2014/4, Parte Seconda, pag. 495

MAGGIOLO M. – SCHLESINGER P., “*Servizi e attività d’investimento*” in Trattato di Diritto Civile e Commerciale già diretto da A. Cicu e F. Messineo L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, 2012, cap. 5, pag. 226

MANDÒ G. – MANDÒ D., “*Manuale dell’imposta sul valore aggiunto*”, Ipsoa, 2014

MANZONI I., “*L’imposta sul valore aggiunto*”, Giappichelli, Torino, 1973

MANZONI I., “*L’IVA: deviazioni dalla neutralità nel modello italiano*”, Torino, 1973

MARROCCO E., “*Remunerazione del gestore e accordi per la retrocessione di commissioni: rischi di conflitto di interessi e vincoli di correttezza di comportamento*”, in Dir. banca e mercato finanziario, I, 2002

MARTON V., “*The Right to VAT Deduction and the ECJ: Towards Neutral and Efficient Taxation in the Single Market?*”, Case Law Note, in INTERTAX, Volume 47, Issue 3, 2019, Kluwer Law International

MARZONA N., “*La disciplina dei valori mobiliari. Profili generali*” in Diritto della banca e del mercato finanziario, I, 1994

MEGLIANI M., “*Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*”, in Dir. Unione Europea, 2001

MEGLIANI M., “*Verso una nuova architettura finanziaria europea: un percorso accidentato*” in Dir. Comm. Int., 2013

MENCARELLI S. – SCALESSE R. R. – TINELLI G., “*Introduzione allo studio giuridico dell’Imposta sul Valore Aggiunto*”, II Edizione, Giappichelli Editore, Torino, 2018

MENNER S. – HERRMANN H., “*Application of Article 13(B) of the Sixth Directive to Data Service Companies*”, VAT Monitor, March/April 2001, IBFD

MICELI R., “*Le sentenze interpretative della Corte di Giustizia delle Comunità Europee nel diritto tributario: spunti dalla giurisprudenza relativa alle direttive sulla “imposta sui conferimenti” e sull’IVA*” in Riv. dir. trib., 2003, I

## Bibliografia

MICHELI G. A., “Dalle direttive comunitarie sull’Iva alla nuova legislazione italiana” in Riv. dir. fin. sc. fin., 1979, I

MICHELI G. A., “L’Iva: dalle Direttive comunitarie al decreto delegato” in Riv. dir. fin., 1973, I

MICOSSI S., “Il coordinamento europeo in materia fiscale: elementi per un sistema comune” in Giur. imp., 2000

MOLONEY N., “EU financial services regulations”, Third Edition, Oxford EU Law Library, 2014

MONDINI A., “Contributo allo studio del principio di proporzionalità nel sistema dell’Iva europea”, Pacini Editore, 2012

MONDINI A., “Il principio di neutralità dell’Iva tra mito e (perfettibile) realtà” in DI PIETRO A. – TASSANI T., “I principi europei del diritto tributario”, Cedam, 2013

MONTANARI F., “Gestioni patrimoniali individuali e «direttiva risparmio» 2003/48/CE: profili nazionali, comunitari e comparati” in Dir. e Pratica Trib. Intern., Vol. 1, Cedam, 2008, pag. 339

MONTANARI F., “Le operazioni esenti nel sistema dell’IVA”, Giappichelli Editore, Torino, 2013

MORERA U., “Consulenza finanziaria e robo-advisor: profili cognitivi” in Dir. banca e mercato finanziario, 2/2019, Pacini Giuridica, pag. 205

NICOLINI G. – MAZZOLI C., “Il pricing della consulenza in materia di investimento in Italia” in Economia e diritto del terziario, 2010, Franco Angeli

NIGRO A., “Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla «consulenza?»” in Dir. banca e mercato finanziario, 1/2011, Pacini Giuridica, pag. 11

ONZA M., SALAMONE L., “Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari” in Banca, borsa e tit. cred., I, 2009

ORIANI M. – ZANABONI B., “La consulenza finanziaria”, Il Sole 24 Ore, 2011

ORTINO M., “Il mercato comunitario dei servizi di investimento: il trading on line”, Giuffrè, 2005

OWENS J., “The move to Vat” in Intertax, Issue 2, 1996, pag. 46

## Bibliografia

- PARRELLA F., “*Il Contratto di consulenza finanziaria*” in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), “*I contratti del mercato finanziario*” in P. Rescigno e E. Gabrielli (diretto da), “*Trattato dei contratti*”, Torino, 2011
- PARRELLA F., “*La relazione di servizio con il cliente nell’attività distributiva: collocamento e consulenza*”, in *Dir. banca e mercato finanziario*, I, 2008
- PELLEGRINI M., “*Le imprese di investimento*” in Capriglione (a cura di), “*L’ordinamento finanziario italiano*”, Padova, 2005
- PERRONE A., “*Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*”, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 5, 2010, pag. 537
- PERRONE A., “*Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*”, in *Riv. soc.*, 5, 2005, pag. 1012
- PEZZUTO E. – RAZZANTE R., “*MiFID II: le novità per il mercato finanziario*”, Giappichelli, 2018
- PIRI A. – GIANONCELLI S., “*La disciplina delle esenzioni Iva*” in LASARTE J. - SANTACROCE B., “*Lo stato della fiscalità nell’Unione europea: l’esperienza e l’efficacia dell’armonizzazione*”, Roma, 2003
- PORTALE R., “*IVA – Imposta sul Valore Aggiunto*”, Giuffrè, 2017
- PORZIO M., “*I valori mobiliari tra Banca d’Italia e CONSOB*” in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 1987
- PROCOPIO M., “*Il sistema tributario italiano*”, Tomo I, Cedam, 2018
- QUIRICI M. C., “*Il mercato mobiliare. L’evoluzione strutturale e normativa*”, FrancoAngeli, 2010
- RESTUCCIA R., “*Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*”, Giuffrè, 2009
- RISSO G., “*Consulenza in materia di investimenti e tutela dell’investitore nella direttiva MiFID: tra armonizzazione europea e soluzioni interpretative nazionali*”, in *Contr. impr. Europa*, 2014, pag. 807
- RIZZARDI R., “*IVA in pratica*”, Edizione I, IPSOA, 2020
- RODIN A. – BUJOTZEK P., “*News Analysis: ECJ Nixes German VAT Exemption for Portfolio Management Services*”, *Reprinted from Tax Notes Int’l*, August 9, 2012, pag. 518, in *Tax Notes International, Volume 67, Number 6*, 2012

## Bibliografia

- ROSA A., “*Servizi di investimento, territorialità ed attività normativa*” in *Rivista di dir. privato*, 2004
- RUGGIERO C., “*Profili giuridici dei servizi di investimento in strumenti finanziari*” in *Contratti*, 10/2003, pag. 935
- RUSSO P., “*Manuale di diritto tributario – Parte Speciale*”, Seconda Edizione, Giuffrè Editore, 2009
- SALAMONE L., “*Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*”, Giuffrè, Milano, 1995
- SALERNO M. E., “*La tutela dell’investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina*” in AA.VV., “*Regole e mercato*”, Tomo I, Cap. 16, Giappichelli, 2016
- SALVATI A., “*Prestazioni assicurative e accessorietà ai fini IVA*” in *Rass Trib.* n. 5/2013, pag. 1161
- SALVINI L., “*Rivalsa, detrazione e capacità contributiva nell’imposta sul valore aggiunto*”, in *Riv. Dir. Trib.*, 1993, I, pag. 1287
- SANGIOVANNI V., “*Contratto di intermediazione finanziaria*” in *Obbl. e Contr.*, 11/2011, pag. 770
- SANTAMARIA B., “*Diritto Tributario – Parte Speciale – Fiscalità nazionale e internazionale*”, Quarta Edizione, Giuffrè, 2009
- SANTORO F. G., “*Attuazione direttiva 2014/65/EU (c.d. MIFID II) e del Regolamento EU n. 600/2014. Impatto sugli intermediari finanziari e sui clienti investitori*”, Stamen, 2019
- SARTORI F., “*Il servizio di negoziazione e le modalità di esecuzione degli ordini: in particolare il principio della priorità e la best execution rule*” in *Rivista di Diritto Bancario*, 10/2002
- SAVAGNONE I., “*Le prestazioni di servizi nell’Iva*” in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, pag. 69
- SCACCHI F. – ZAGHINI G., “*MIFID II. Le nuove regole dei mercati e degli strumenti finanziari. Verso la capitale markets union*”, Ecra, 2015
- SCHENK A., “*Value Added Tax: A Comparative Approach*” - Cambridge University Press, Cambridge, 2015
- SCHENK A. - HOWELL H. ZEE, “*Financial Services and the Value-Added-Tax*”, in Zee (ed.), “*Taxing the Financial Sector: Concepts, Issues*”

## Bibliografia

*and Practices*”, International Monetary Fund, Washington, DC, 2004, pag. 60

SCIARRONE ALIBRANDI A., “*Il servizio di «consulenza in materia di investimenti»: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*” in *Dir. banca e mercato finanziario*, 3/2009, Pacini Giuridica, pag. 407

SCIMEMI E., “*Il nuovo diritto europeo degli strumenti finanziari*” in *La nuova giur. civ. comm.*, 2005

SCOGNAMIGLIO V., “*Regole di comportamento nell’intermediazione finanziaria: l’intervento delle S.U. (nota a Cass. civ., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724)*”, in *Le Società*, 4, 2008, pag. 449

SFAMENI P. – GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Seconda Edizione, 2015

STEVANATO D., “*L’imposta sul valore aggiunto a seguito del D. lgs. n. 313/97: disposizioni generali*” in *AA. VV. (a cura di M. Miccinesi), “Commento agli interventi di riforma tributaria”*, Cedam, 1999

TASSANI T., “*Detrazione IVA ed attività economiche preparatorie nell’esperienza comunitaria e nel sistema italiano*”, in *Giurisprudenza delle imposte*, Milano, 2000, 4-5

TEDESCHI G., “*Il trattamento IVA delle prestazioni di gestione individuale del portafoglio*”, in *DFA – Diritto e Fiscalità dell’Assicurazione*, Giuffré, n. 1, 2013, Parte Seconda, pag. 62

TESAURO, F., “*Istituzioni di diritto tributario. Parte generale*”, Utet, Torino, 2017

TESAURO, F., “*Istituzioni di diritto tributario. Parte speciale*”, Utet, Torino, 2018

TOFANELLI M., “*La consulenza tra norme di organizzazione e norme di comportamento*”, in *Riv. Bancaria*, 2011

TROIANO V. – MOTRONI R., “*La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*”, Cedam, 2016

VAN BREDERODE R. F. W. – KREVER R. E., “*Current and Recurring Issues with Tax Financial Services under VAT*” in *73 Bulletin for International Taxation* 6/7 (2019), Journals IBFD

VAN SCHALKWYK S. –PREBBLE J., “*Value Added Tax and Financial Services*”, in *Asia-Pacific Tax Bulletin*, IBFD, 2004, pag. 363

## Bibliografia

WERSAND F. – CAZES S., “*European Union – EU VAT and the Conundrum of Financial Investments*”. International VAT Monitor, 2013 (Vol. 24), No. 2, IBFD

WYMEERSCH E., “*Il recepimento delle direttive europee sui servizi di investimento nell’ordinamento degli Stati membri*” Riv. Società, 1994

ZEE H., “*Further Thoughts on Reforming the VAT: Treatment of Financial Intermediation Services*” in Rita de la Feria “*VAT Exemptions*”, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, The Netherlands, EUCOTAX Series on European Taxation, p. 346

ZEE H., “*VAT Treatment of Financial Services: A primer on Conceptual Issues and Country Practices*”, INTERTAX, Volume 34, Issue 10, 2006

ZOPOLO A., “*L’imposta sul valore aggiunto, primo passo verso l’armonizzazione fiscale nella C.E.E.*” in Il Politico, Vol. 34, No. 1, 1969, pag. 149

### ***Banche dati consultate***

<http://bdprof.ilsole24ore.com>

<https://curia.europa.eu/>

[http://def.finanze.it/DocTribFrontend/RS2\\_HomePage.jsp](http://def.finanze.it/DocTribFrontend/RS2_HomePage.jsp)

<http://ec.europa.eu/>

<https://www.esma.europa.eu/convergence/guidelines-and-technical-standards>

<http://home.ilmfisco.it>

<https://new-lamiabiblioteca-com>

<http://studiolegale.leggiditalia.it>

<https://www.ibfd.org/>

### **Prassi dell’Amministrazione Finanziaria italiana**

Circolare del 24/12/1997 n. 328 - Min. Fin. - Dip. Entrate Aff. Giuridici Serv. III

Circolare del 3 maggio 2013 n. 12/E

Risoluzione del Ministero delle Finanze n. 323352 del 7 aprile 1986



## Bibliografia

Risoluzione del Ministero delle Finanze n. 77 del 16 luglio 1998  
Risoluzione del Ministero delle Finanze n. 150 del 1° ottobre 1998  
Risoluzione 10 dicembre 2001, n. 205/E  
Risoluzione 15 luglio 2002, n. 230/E  
Risoluzione 13 giugno 2003, n. 133/E  
Risoluzione 8 maggio 2008 n. 190/E  
Risoluzione 4 agosto 2008, n. 343/E  
Risoluzione 30 ottobre 2009, n. 267/E  
Risoluzione 15 maggio 2018 n. 38/E  
Risoluzione agosto 2018 n. 61/E  
Risposta n. 372 del 17 settembre 2020  
Risposta n. 375 del 17 settembre 2020

### **Studi e ricerche**

*How the EU VAT exemptions impact the Banking Sector – Study to assess whether banks enjoy a tax advantage as a result of the EU VAT exemption system, PricewaterhouseCoopers, 2011*

Indagine MAGSTAT 2018 - [https://www.ilsole24ore.com/art/ricchezza-italiana-sempre-piu-concentrata-ecco-chi-gestisce--AE5UVaNF?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/ricchezza-italiana-sempre-piu-concentrata-ecco-chi-gestisce--AE5UVaNF?refresh_ce=1)

Quaderno Fintech Consob n. 3, gennaio 2019

*Scheda di approfondimento – I servizi e Le attività di investimento. Alcune nozioni, Consob, ottobre 2007, 5*

*Seminar on VAT on financial services at the University of Lisbon in: Intertax, Vol. 39 (2011), no. 2; p. 98-108*

*Study carried out by Deloitte Luxembourg for the European Commission “Distribution systems of retail investment products across the European Union”, 2018 - [https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en)*

*Study to Increase the understanding of the Economic Effects of the VAT exemption for Financial and Insurance Services, Final Report to the European Commission, PricewaterhouseCoopers, 2006*

## Bibliografia

### ***Report e altri documenti di Istituzioni internazionali e dell'Unione Europea***

Commissione europea, “*Libro Bianco - La politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010*”, COM(2005) 629 definitivo, 2005

Commissione europea, “*Libro Verde sul futuro dell’IVA*”, Com (2010) 695 del 1° dicembre 2010

*Comunicazione della Commissione - Servizi finanziari: elaborazione di un quadro di azione, COM (1998) 625 del 28.10.1998*

*Comunicazione della Commissione - Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d’azione, COM(1999) 232 def., Bruxelles 11.05.1999*

*Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione, COM(2020) 590 final*

*European Commission, “Commission Staff Working Document – Financial Sector Transaction”, SEC(2010) 1166 del 7 ottobre 2010, accompanying the “Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Taxation of the Financial Sector, COM(2010) 549 final”*

*European Commission, Consultation Paper on Modernising Value Added Tax Obligations for Financial Services and Insurances (2006)*

*European Commission’s proposal for a Council Directive amending Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services, 20/02/2008, COM(2007) 747 final/2*

*European Commission, Value Added Tax Committee, Working Paper No. 849, “Question concerning the application of EU VAT provisions”, 22 April 2015*

*IBFD – Tax Research Platform, “Germany - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions” (Last Reviewed: 17 February 2020)*

*IBFD – Tax Research Platform, “Ireland - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions” (Last Reviewed: 20 February 2020)*

## Bibliografia

*IBFD – Tax Research Platform, “United Kingdom - Value Added Tax - Country Tax Guides - 8. Exemptions” (Last Reviewed: 13 March 2020)*

*OECD, Indirect Tax Treatment of Financial Services and Instruments (1998)*

*Opinion of the European Economic and Social Committee on the Proposal for a Council directive amending Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services, COM(2007) 747 final — 2007/0267 CNS*

*Proposal for a Council Regulation laying down implementing measures for Directive 2006/112/EC on the common system of value added tax, as regards the treatment of insurance and financial services, 20/02/2008, COM(2007) 746 definitivo/2*

*Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, 19/11/2002, COM(2002) 625 final*

*Question & Answers - Understanding the definition of advice under MiFID, CESR/10-293, 19/04/2010*

*Value-Added Tax Consolidation Act 2010 - VATCA 2010 - <http://www.irishstatutebook.ie/eli/2010/act/31/enacted/en/html>*

*VATFIN5800 – VAT Finance Manual – HMRC internal manual - <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/vat-finance-manual/vatfin5800>*



## *ABSTRACT*

Il presente lavoro di ricerca ha ad oggetto i profili fiscali IVA dei servizi di investimento, in ambito sia europeo che nazionale, prestati dalle banche, dalle Sim e da consulenti/società di consulenza finanziaria nei confronti della clientela al dettaglio. Ciò al fine di individuarne il corretto trattamento fiscale nonché le possibili soluzioni agli interrogativi che ancora oggi rimangono aperti, anche alla luce delle indicazioni fornite nel tempo dalla Corte di Giustizia europea.

Constatata la profonda differenza esistente tra la classificazione MiFID dei servizi di investimento e quella fiscale delle operazioni finanziarie, oltre alla mancanza di coordinamento tra le relative normative europee, che non si incontrano neanche nell'attività ermeneutica della Corte di giustizia, si è cercato di interpretare la Direttiva IVA alla luce della normativa di settore (MIFID).

L'analisi della Direttiva IVA e, più in particolare, del trattamento da essa riservato alle operazioni finanziarie è stata, quindi, svolta cercando di ricondurre queste ultime ai (singoli) servizi di investimento (e, quindi, alla Direttiva MiFID) al fine di tracciare un collegamento che né il legislatore comunitario né la CGE hanno individuato.

È, tuttavia, apparso evidente come l'intero sistema dell'IVA, con particolare riferimento alle operazioni finanziarie, si sia ormai consolidato sulle interpretazioni della Corte di giustizia le quali hanno mostrato una elevata resilienza intrinseca.

È, pertanto, auspicabile un intervento legislativo, a livello comunitario, finalizzato a rimettere mano alla Direttiva IVA al fine di fornire criteri più chiari e stringenti per l'applicazione delle disposizioni in essa contenute, con particolare riferimento a quelle relative alle operazioni finanziarie.