

Focus Team Private Equity

09 Gennaio 2026

Focus Team Private Equity**Focus Team Leader**[Eliana Catalano](#)eliana.catalano@belex.com

tel. +39-02-771131

**Autori**[Stefano Brunello Dormal](#)stefano.brunello@belex.com

tel. +39-02-771131

[Marco Bossini](#)marco.bossini@belex.com

tel. +39-02-771131

[Marina Gianazza](#)marina.gianazza@belex.com

tel. +39-02-771131

La discriminazione dei fondi *extra*-UE e profili abusivi delle strutture multi-livello: ultime novità dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea**1. Introduzione**

Con due recenti sentenze di aprile 2025, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha introdotto **elementi che potrebbero avere impatti rilevanti sul regime fiscale dei dividendi corrisposti a fondi d'investimento esteri da società italiane, anche in presenza di strutture multi-livello (nonché sul regime delle plusvalenze realizzate sulle relative partecipazioni).**

Come noto, il legislatore, con la Legge di Bilancio 2021, ha eliminato la disparità di trattamento che penalizzava gli OICR vigilati istituiti in Stati membri dell'Unione Europea e in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo ("**Fondi UE Qualificati**")¹ rispetto agli OICR italiani non immobiliari, in relazione al regime fiscale applicabile a dividendi e plusvalenze di fonte italiana², in contrasto con il principio di libera circolazione dei capitali di cui all'art. 63 TFUE³. Oggi, tali proventi realizzati dai Fondi UE Qualificati beneficiano del medesimo regime di esenzione previsto per i fondi domestici. Resta, tuttavia, ancor oggi escluso dall'ambito applicativo la categoria dei fondi di investimento stabiliti in Stati *extra*-UE, ancorché in grado di assicurare un adeguato scambio di informazioni.

¹ I.e., (i) gli OICR di diritto estero conformi alla Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009 ("**Direttiva UCITS**"); e (ii) i fondi non conformi alla medesima Direttiva UCITS il cui gestore è soggetto a forme di vigilanza nel Paese estero nel quale è istituito ai sensi della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento e del Consiglio, dell'8 giugno 2011 ("**Direttiva AIFM**").

² La Legge di Bilancio 2021, modificando rispettivamente l'art. 27, comma 3, del d.P.R. n. 600/1973 e l'art. 5 del d.lgs. n. 461/1997, ha stabilito che: (i) ai Fondi UE Qualificati non si applicano i prelievi alla fonte sugli utili percepiti e distribuiti da società italiane; e (ii) le plusvalenze realizzate dai medesimi fondi mediante cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate in società italiane non concorrono a formare il reddito in Italia.

³ Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

Negli ultimi anni, la giurisprudenza nazionale – in particolare con alcune sentenze della Corte di Cassazione di luglio 2022 ⁴ – si era già pronunciata sull'illegittimità del trattamento fiscale discriminatorio riservato ai fondi *extra*-UE. In particolare, la Corte al tempo si è espressa dando conferma del fatto che **il regime fiscale applicabile in base alla normativa nazionale vigente ai flussi reddituali *equity-related* (i.e., dividendi o plusvalenze) realizzati da fondi *extra*-UE comporta un ingiustificato trattamento discriminatorio in contrasto con il principio di libera circolazione dei capitali.**

Nonostante ciò, l'Amministrazione finanziaria ha continuato a negare l'esonero da imposizione ai redditi realizzati dai fondi *extra*-UE derivanti dall'investimento in società *target* italiane.

In questo scenario accertativo rimasto sostanzialmente invariato, assume particolare rilievo la recente sentenza del 30 aprile 2025 ⁵ (“**Sentenza Finanzamt**”) della Corte di Giustizia UE, che rafforza il quadro giuridico a tutela degli investitori e chiarisce aspetti rilevanti per la pianificazione fiscale.

In particolare, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha offerto indicazioni utili ai fini dell'individuazione delle **condizioni e caratteristiche necessarie affinché un fondo di investimento costituito in uno Stato *extra*-UE possa essere considerato oggettivamente comparabile con un fondo comunitario (i.e., Fondi UE Qualificati) e, in quanto tale, anche sulla base dell'insegnamento della Corte di Cassazione (vedi sopra), legittimato ad invocare il principio di libera circolazione dei capitali.**

In riferimento a un altro profilo di interesse per i fondi di *private equity*, pare opportuno segnalare anche la sentenza del 3 aprile 2025 ⁶ (“**Sentenza Nordcurrent**”). Come noto, l'Amministrazione finanziaria, facendo ricorso alla norma generale antielusiva, ha negato l'esonero da imposizione ai redditi percepiti indirettamente dai fondi, UE ed *extra*-UE, in caso di strutture multi-livello (i.e., di investimenti per il tramite di veicoli intermedi). Sul punto, la Sentenza Nordcurrent, ha introdotto elementi che potrebbero avere importanza anche in relazione a tali contestazioni. In particolare, la CGUE ha approfondito le circostanze in cui è possibile negare i benefici della direttiva 2011/96/UE – c.d. Direttiva Madre-Figlia (“**Direttiva Madre-Figlia**”) - in base alla disposizione antiabuso, chiarendo che, **per stabilire se una determinata struttura abbia generato un risparmio fiscale contrario alle finalità della suddetta direttiva, occorre prendere in considerazione l'“effetto fiscale complessivo” derivante dal suo stabilimento in uno Stato membro.**

⁴ Si fa riferimento alle sentenze gemelle della Corte di Cassazione nn. 21454, 21475, 21480, 21481 e 21482 del 6 luglio 2022, successivamente confermate dalle sentenze della Corte di Cassazione n. 11188, del 27 aprile 2023; n. 15060, del 29 maggio 2023; nn. 17637, 17657, 17665, 17667 e 17670, del 20 giugno 2023; n. 20787, del 18 luglio 2023; nn. 21581, 21591, 21718 e 21720, del 20 luglio 2023 e dalle sentenze della Corte di Giustizia Tributaria di Primo Grado di Roma nn. 11354 e 11355 del 18 ottobre 2022.

⁵ Caso C-602/23.

⁶ Caso C-228/24.

2. La Sentenza Finanzamt

La vicenda trae origine dalla richiesta, avanzata nel 2013 dal fondo statunitense Franklin, di rimborso della ritenuta alla fonte del 25% applicata su dividendi distribuiti da società austriache. Dopo aver ottenuto parziale rimborso in favore dei propri investitori americani sulla base della Convenzione contro le doppie imposizioni in vigore tra Stati Uniti e Austria, Franklin ha domandato – in nome proprio – il rimborso residuo, invocando la libertà di circolazione dei capitali di cui all’art. 63 TFUE e denunciando una discriminazione rispetto ai fondi residenti in Stati membri o SEE che, se soggetti passivi d’imposta (e non soggetti fiscalmente trasparenti), possono beneficiare di una normativa di rimborso più favorevole.

Secondo le autorità austriache, il fondo statunitense Franklin si qualificava come un fondo di investimento equiparabile a un fondo UCITS *compliant*. Di conseguenza, la richiesta di rimborso risultava infondata, in quanto un fondo austriaco UCITS *compliant* avrebbe potuto essere costituito solo in forma contrattuale; pertanto, quale soggetto fiscalmente trasparente, non sarebbe stato legittimato a ottenere il succitato rimborso delle ritenute subite in ragione del fatto che tali redditi sarebbero stati imputati ai quotisti. Pertanto, non avrebbero dovuto ravvisarsi profili di discriminazione, poiché anche un fondo austriaco con le stesse caratteristiche non avrebbe ottenuto il rimborso.

La CGUE, adita dal giudice austriaco, ha escluso la violazione dell’art. 63 TFUE, ribadendo alcuni principi fondamentali con valenza sistemica. In particolare, ha affermato ⁷ che non costituisce restrizione alla libera circolazione dei capitali la normativa nazionale che esclude il rimborso dell’imposta a un fondo non residente, anche se dotato di personalità giuridica, nel caso in cui i redditi sono imputati ai partecipanti e tassati a livello di questi ultimi nel loro Stato di residenza (*i.e.*, il fondo è un soggetto fiscalmente trasparente).

Invero, la sola circostanza che un fondo non residente abbia personalità giuridica non sarebbe idonea a differenziarlo, sotto il profilo fiscale, da un fondo residente privo di personalità giuridica, dato che, in entrambi i casi, i redditi sarebbero imputati e tassati in capo ai partecipanti. In tal caso, poiché il rimborso dell’imposta sarebbe comunque negato anche a un fondo residente con le stesse caratteristiche, la parità di trattamento sarebbe rispettata, e l’esclusione dal rimborso non integrerebbe una restrizione alla libera circolazione dei capitali.

Le **novità più significative** della sentenza, tuttavia, si collocano in taluni *obiter dicta*.

⁷ Cfr. paragrafi 62–64 della Sentenza Finanzamt.

Innanzitutto, la Corte ha riaffermato ⁸ che il divieto di discriminazione può essere fatto valere anche da fondi *extra*-UE che siano sottoposti, nel loro Stato di residenza, ad “una vigilanza dei mercati finanziari secondo un insieme di regole paragonabili alle normative di vigilanza prudenziale dell’Unione”.

Inoltre, e qui si colloca l’aspetto innovativo e di maggior rilievo della pronuncia in esame, **per la prima volta vengono fornite indicazioni per effettuare un giudizio di “sostanziale equivalenza” tra un fondo *extra*-UE e un Fondo UE Qualificato.**

Infatti, nella precedente giurisprudenza della Corte, non si rinvenivano indicazioni di dettaglio sugli elementi da considerare al fine di effettuare tale giudizio di equivalenza, se non un generico riferimento alla verifica dei “*requisiti di istituzione e di esercizio delle loro attività*” ⁹. Il punto non era stato fino ad ora approfondito neppure in ambito nazionale, salvo qualche chiarimento sul tema fornito dall’Amministrazione finanziaria, insufficiente per permettere di svolgere in concreto un giudizio di “sostanziale equivalenza”. Per questo motivo, devono essere accolte con favore le indicazioni fornite dalla sentenza in commento.

Nel dettaglio, la CGUE riporta (e implicitamente accoglie) le conclusioni del giudice rimettente in merito all’equiparabilità del fondo Franklin ad un fondo europeo UCITS *compliant* in ragione del fatto che è “*sottoposto, nel suo Stato di residenza, ad una vigilanza dei mercati finanziari secondo un insieme di regole paragonabili alle normative di vigilanza prudenziale dell’Unione (...) e la [relativa, n.d.r.] gestione viene effettuata secondo gli stessi principi e gli stessi criteri di investimento di un fondo di investimento avente lo stesso nome autorizzato*” ¹⁰ in uno Stato dell’Unione europea.

La pronuncia poi prosegue esponendo puntualmente gli elementi che hanno condotto il giudice rimettente a ritenere il fondo estero comparabile a un fondo UCITS *compliant* europeo. Si legge nel testo, infatti, che gli “**elementi essenziali**” dell’attività del fondo estero che permettono la suddetta equiparazione sono:

- a) **la protezione degli investitori;**
- b) **gli obblighi di informazione ¹¹;**
- c) **l’attività commerciale autorizzata;** e
- d) **l’efficacia della vigilanza e del controllo.**

⁸ Cfr. sentenza della CGUE del 10 aprile 2014, caso C-190/12.

⁹ Cfr. nota 8.

¹⁰ Paragrafo 17 della Sentenza Finanzamt.

¹¹ E.g., l’obbligo di prospetto, i rapporti semestrali e annuali.

Tenuto conto di questi fondamentali chiarimenti e dell'ormai consolidato orientamento giurisprudenziale tanto a livello unionale quanto nazionale, sembrano potersi trarre i seguenti principi:

- a) **il trattamento fiscale previsto dall'ordinamento italiano per i proventi *equity related* realizzati da fondi di investimento *extra-UE*** - purché siano residenti in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e che siano soggetti (o il cui gestore sia soggetto) a vigilanza prudenziale secondo normative estere sostanzialmente equivalenti a quelle delle direttive UCITS e AIFM - **è in contrasto con il principio di libera circolazione dei capitali di cui all'art. 63 del TFUE**, in quanto tali fondi sono sostanzialmente equiparabili ai fondi di investimento vigilati italiani e ai fondi di investimento europei UCITS o AIFMD *compliant* che beneficiano di un regime di sostanziale esenzione sui medesimi proventi secondo la normativa italiana;
- b) **la valutazione della “sostanziale equivalenza” della disciplina regolamentare cui i fondi *extra-UE* devono essere soggetti per poter essere considerati pienamente comparabili a quelli UCITS o AIFM deve basarsi sulla corrispondenza con i principi stabiliti dalle rispettive direttive**. In particolare, occorre verificare che la normativa estera garantisca: (i) un'adeguata tutela degli investitori, (ii) obblighi informativi del fondo, (iii) regole applicabili ai fini dell'attività di commercializzazione delle relative quote e (iv) un efficace sistema di vigilanza e controllo. Chiaramente, l'equiparazione, essendo sostanziale, non deve necessariamente risultare in una perfetta coincidenza con la relativa normativa europea.

3. La Sentenza Nordcurrent

Nel 2023 la società lituana Nordcurrent è stata oggetto di una verifica fiscale, al termine della quale le autorità lituane contestavano l'applicazione del regime di esenzione sui **dividendi distribuiti dalla sua controllata nel Regno Unito** (in un periodo antecedente alla Brexit). Secondo l'Amministrazione finanziaria, tale società inglese costituiva una **costruzione artificiosa**, priva di valide ragioni commerciali, in quanto, sebbene incaricata della distribuzione dei prodotti nel Regno Unito a fronte della quale generava redditi propri imponibili (circostanza che quindi escludeva il suo ruolo di mera società interposta tra Nordcurrent e altre entità del gruppo), **non disponeva, *inter alia*, di adeguate risorse umane** (era gestita da una sola dirigente, unica dipendente, che contemporaneamente si occupava di altre sette società) e, quindi, **non sarebbe stata genuinamente operativa**.

La società controllante Nordcurrent respingeva le accuse sostenendo che la società controllata inglese svolgeva **attività reali e commercialmente rilevanti e perciò non poteva essere considerata come una costruzione non genuina**.

I giudici del rinvio chiamati a pronunciarsi sulla questione precisavano che:

- a) la società controllata “*percepiva i redditi dell’attività da essa svolta in nome proprio e agiva quindi non già come un’entità intermedia inserita nella struttura del gruppo di cui faceva parte, bensì come un’entità che generava essa stessa tali redditi*”¹², ragion per cui i giudici scriventi nutrivano dubbi sull’applicazione della disposizione antiabuso;
- b) ad ogni modo, “*non vi sarebbe stato un reale vantaggio fiscale, in quanto la società [controllata, n.d.r.], stabilita nel Regno Unito, generava utili e l’aliquota dell’imposta sulle società alla quale gli utili imponibili sono assoggettati in Lituania, ossia del 15%, è inferiore a quella applicata nel Regno Unito, che è del 24%*”¹³.

I giudici della CGUE, investiti della questione e incaricati di verificare la coerenza dell’accertamento esposto *supra* con la norma antiabuso di cui alla Direttiva Madre-Figlia, hanno fornito chiarimenti fondamentali in merito alla sua applicazione.

Preliminarmente, hanno ribadito¹⁴ che, per interpretare tale disposizione antiabuso, occorre tenere conto non solo della sua formulazione letterale, ma anche degli obiettivi e del sistema della Direttiva Madre-Figlia. Da tale impostazione consegue che, in relazione al caso in commento e in particolare al punto a) di cui *supra*, il solo fatto che la società controllata stabilita nel Regno Unito non operasse quale società intermedia tra la società controllante Nordcurrent e altre entità del gruppo non impedisce di individuare l’eventuale carattere non genuino della costruzione, a condizione che sussistano gli elementi costitutivi di una pratica abusiva. Pertanto, la disposizione antiabuso di cui alla Direttiva Madre-Figlia non si applica unicamente alle costruzioni comprendenti società intermedie, posto che “*risulta che l’ipotesi di una società interposta è solo uno dei vari esempi di applicazione del principio del divieto di abuso*”¹⁵ e, quindi, può trovare applicazione anche nel caso in cui la società della cui sostanza economica si discute non controlla altre entità del gruppo.

Successivamente, i giudici della CGUE sono passati ad esaminare nel dettaglio il **concetto di costruzione artificiosa**, ossia una struttura che non è costituita per motivi che riflettono la realtà economica ed è caratterizzata dall’obiettivo principale di conseguire un vantaggio fiscale in contrasto con l’oggetto della Direttiva Madre-Figlia. I giudici europei hanno affermato che **questo si verifica in particolare quando, grazie all’inserimento all’interno del gruppo di una società intermedia tra la società che eroga i dividendi e la società che li percepisce (c.d. beneficiaria effettiva) viene evitato il pagamento di imposte sui dividendi stessi**.

¹² Paragrafo 17 della Sentenza Nordcurrent.

¹³ Paragrafo 18 della Sentenza Nordcurrent.

¹⁴ Cfr. punto 40 della sentenza della CGUE del 12 maggio 2022, causa C-556/20.

¹⁵ Paragrafo 28 della Sentenza Nordcurrent.

A supporto del loro ragionamento, i giudici della CGUE hanno citato la pregressa giurisprudenza unionale, dando ulteriore forza dirimente a un principio già espresso nelle c.d. sentenze Danesi ¹⁶ (“**Sentenze Danesi**”).

Come noto, la CGUE nelle Sentenze Danesi ha affrontato il tema dell'applicazione dell'esonero da ritenuta previsto dalla Direttiva Madre-Figlia sui dividendi percepiti da una *sub-holding* europea (ma partecipata da soggetti non europei) distribuiti da società residenti in altri Stati membri.

Sul punto, i giudici europei hanno ritenuto che **per dimostrare una pratica abusiva fiscale occorra un duplice elemento**: da un lato, **circostanze oggettive** che mostrino come, nonostante il rispetto formale della normativa dell'Unione, la ratio non sia stata rispettata; dall'altro, un **elemento soggettivo** che dimostri la volontà di conseguire un vantaggio fiscale derivante dalla normativa dell'Unione tramite una creazione artificiosa delle condizioni necessarie. Non è quindi sufficiente qualificare una società come “non genuina” sulla base di una mancanza di risorse o sull'assenza di un'attività economica reale, **ma bisogna anche provare che la sua costituzione sia stata fatta principalmente per ottenere un vantaggio fiscale illecito**. In altre parole, non si può ritenere che la qualificazione della società controllata come costruzione non genuina sia sufficiente per negare alla società controllante l'esenzione prevista dalla Direttiva Madre-Figlia.

Ebbene, i giudici europei delle Sentenze Danesi hanno riconosciuto che qualora il contribuente sia in grado di dimostrare (seguendo un approccio *look-through*) **che i redditi avrebbero comunque beneficiato dell'esonero da ritenuta se distribuiti direttamente a favore di un soggetto residente in uno Stato terzo, l'autorità fiscale non ha alcun margine per sollevare contestazioni di abuso del diritto**; e ciò senza che il contribuente debba ulteriormente addurre altre ragioni economiche o commerciali a giustificazione della costituzione dei veicoli societari intermedi.

Questa importante interpretazione, però, è stata sino ad oggi trascurata dall'Amministrazione finanziaria, che ha fatto riferimento alle Sentenze Danesi solo in relazione agli elementi ivi contenuti utili a verificare la mancanza di sostanza economica delle strutture ¹⁷, **senza prendere in considerazione le rilevanti indicazioni circa l'elemento soggettivo legato all'abuso**.

¹⁶ Il riferimento è alle due sentenze della CGUE del 26 febbraio 2019 (sentenza cause riunite C-116/16 e C-117/16 e sentenza cause riunite C-115/16, C-118-16, C-119/16 e C-299/16).

¹⁷ Ci si riferisce ai seguenti elementi: (i) il fatto che i dividendi vengano ritrasferiti, integralmente o quasi ed entro un lasso di tempo molto breve successivo al loro percepimento, dalla società perctrice ai propri soci; (ii) la circostanza che la società intermedia realizzi “*solo un utile imponibile insignificante*”; (iii) l'assenza di una effettiva attività economica che si deduce “*da un'analisi complessiva dei pertinenti elementi attinenti, in particolare, alla gestione della società, al suo bilancio d'esercizio, alla struttura dei suoi costi ed ai costi realmente sostenuti, al personale impiegato nonché ai locali ad alle attrezzature di cui dispone*” – cfr. paragrafo 104 della sentenza cause riunite C-116/16 e C-117/16; (iv) le modalità di finanziamento dell'operazione tramite contratti infragruppo e l'eventuale sottocapitalizzazione della società controllante; (v) l'assenza del potere di disporre economicamente dei dividendi percepiti nelle società interposte, rilevando a questi fini non solo obblighi contrattuali o legali che impongono alla società controllante perctrice dei dividendi di ritrasferirli a terzi, ma anche il mero fatto che “*fondamentalmente*” i suddetti dividendi vengano ritrasferiti.

La Sentenza Nordcurrent riveste fondamentale importanza per aver ribadito con chiarezza che **non è sufficiente che una struttura venga definita “non genuina” per poterla qualificare come abusiva, ma è necessario dimostrare che il suo scopo principale fosse ottenere un vantaggio fiscale in contrasto con le finalità della Direttiva Madre-Figlia**. Tale vantaggio, però, deve essere valutato nel suo insieme, considerando l'effetto fiscale complessivo della costruzione ^{18 19}.

La sentenza in commento risulta pertanto rilevante con riferimento alle strutture tipiche dei Fondi UE Qualificati, in cui l'investimento nelle società *target* italiane è spesso effettuato per il tramite di veicoli intermedi comunitari (*i.e.*, strutture multi-livello). Infatti, tenuto conto che il vantaggio fiscale deve essere valutato nel suo insieme, considerando pertanto l'effetto fiscale complessivo della struttura, la presenza di veicoli intermedi, spesso contestata facendo ricorso alla norma generale antielusiva ²⁰, non parrebbe configurare alcun profilo abusivo. Ciò in quanto, secondo un approccio *look-through*, l'utilizzo di questi ultimi non determinerebbe per se alcun vantaggio fiscale, considerato che, nel caso in cui i redditi fossero distribuiti direttamente dalle società *target* italiane ai Fondi UE Qualificati, gli stessi sarebbero comunque esenti da imposizione in Italia (ai sensi dell'art. 27, comma 3, del d.P.R. n. 600/1973 e dell'art. 5 del d.lgs. n. 461/1997).

Lo stesso principio può essere applicato, in base ad un'interpretazione estensiva della norma di esenzione ²¹, anche in relazione a strutture di investimento con veicoli intermedi aventi al vertice fondi *extra*-UE, sul presupposto che tali fondi siano stabiliti in Stati che garantiscono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e sottoposti a forme di vigilanza sostanzialmente equivalenti a quelle previste dalle Direttive UCITS e AIFM, in linea con gli elementi di comparazione indicati dalla Sentenza Finanzamt (“Fondi *extra*-UE Qualificati”).

¹⁸ Cfr. Sentenza Nordcurrent, dove i giudici scrivono che “[la Direttiva Madre-Figlia, n.d.r.] adotta (...) una prospettiva complessiva consistente nell'individuare l'eventuale carattere non genuino di una costruzione alla luce di tutti i fatti e le circostanze pertinenti, poiché tale costruzione è caratterizzata dall'assenza di valide ragioni commerciali che riflettano la realtà economica (...)” e che “non è sufficiente dimostrare che la costruzione non è posta in essere per valide ragioni commerciali che riflettono la realtà economica” poiché “occorre, inoltre, (...) che la costruzione sia posta in essere allo scopo principale di ottenere un vantaggio fiscale in contrasto con l'oggetto o con la finalità di quest'ultima”.

¹⁹ Questo principio è stato confermato anche dall'Atto di Indirizzo del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 27 febbraio 2025, che stabilisce che l'assenza di un vantaggio fiscale indebito esclude a monte la configurazione di abuso, rendendo non più necessaria una verifica sulla presenza degli ulteriori requisiti della fattispecie abusiva.

²⁰ Contestazioni generalmente legate all'applicazione del regime di esenzione sui dividendi ricevuti dal veicolo residente in un Paese dell'Unione da una società *target* italiana in applicazione della Direttiva Madre-Figlia, sul presupposto che tale veicolo costituisca una costruzione artificiosa, priva di valide ragioni commerciali.

²¹ Prospettata dalle pronunce *supra* richiamate (cfr. nota 4).

4. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, la Sentenza Finanzamt e la Sentenza Nordcurrent risultano di fondamentale importanza per il settore del *private equity*. In particolare:

- i. tenuto conto dei principi espressi nella Sentenza Finanzamt, in particolare con riferimento agli elementi di comparazione tra i Fondi UE Qualificati e i fondi *extra*-UE, si ritiene che non debba più residuare alcun margine di contestazione da parte dell'Amministrazione finanziaria italiana circa l'imponibilità in Italia dei flussi *equity-related* (*i.e.*, dividendi o plusvalenze) percepiti dai Fondi *extra*-UE Qualificati.

Ne consegue che **un trattamento fiscale differenziato nei loro confronti, che si traduca in un regime meno favorevole rispetto a quello applicato ai Fondi UE Qualificati, rappresenta una palese violazione del principio di libera circolazione dei capitali sancito dall'art. 63 TFUE.**

- ii. alla luce di quanto affermato nella Sentenza Nordcurrent, si ritiene che, in presenza di strutture di investimento multi-livello (*i.e.*, investimento in società *target* italiane realizzate mediante veicoli intermedi comunitari) al vertice dei quali si collocano Fondi UE Qualificati, non debba ravvisarsi alcun profilo di abuso del diritto, tenuto conto dell'effetto fiscale complessivo delle strutture in esame. Infatti, **secondo un approccio *look-through*, l'impiego di tali veicoli non comporterebbe, per se, alcun vantaggio fiscale indebito, considerato che, se i redditi fossero distribuiti direttamente dalle società *target* italiane ai Fondi UE Qualificati, gli stessi risulterebbero comunque esenti da imposizione in Italia.**

Parimenti, alla luce di tutti gli elementi *supra* esposti, questo principio potrebbe essere applicato in relazione a strutture di investimento aventi al vertice un Fondo *extra*-UE Qualificato.

In conclusione, in un'ottica di coerenza con i principi dell'Unione e di valorizzazione del contributo degli investitori istituzionali esteri allo sviluppo e alla sostenibilità dell'economia italiana, **è pertanto auspicabile un intervento delle autorità nazionali** che, sulla scorta delle posizioni espresse dalla giurisprudenza unionale e nazionale, adeguino formalmente il quadro normativo interno, **estendendo espressamente il regime di esenzione (i) ai Fondi *extra*-UE Qualificati che investono direttamente in società *target* italiane** ²² e **(ii) ai Fondi UE ed *extra*-UE Qualificati in caso di investimenti in società italiane effettuati per il tramite di veicoli intermedi comunitari**, tenendo in considerazione l'effetto fiscale complessivo delle strutture e adottando un **approccio *look-through***. Tale adeguamento consentirebbe di prevenire incertezze interpretative e contenziosi, assicurando al contempo la piena conformità dell'ordinamento italiano al diritto dell'Unione.

²² In questo senso, si segnala l'iniziativa assunta dall'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt ("AIFI"), volta a evidenziare a livello istituzionale la necessità di estendere il regime di esenzione (i) ai Fondi *extra*-UE Qualificati e (ii) ai Fondi UE ed *extra*-UE Qualificati anche nel caso in cui investano tramite veicoli intermedi in società *target* italiane. A tal fine, AIFI ha recentemente trasmesso una lettera al Viceministro dell'economia e delle finanze, per porre il tema tra le priorità; inoltre, pare opportuno segnalare che è stata presentata anche alla Commissione europea una denuncia avente ad oggetto la violazione del diritto dell'Unione, affinché la Commissione possa valutare l'avvio di una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia, analogamente a quanto già avvenuto in occasione di una precedente denuncia che ha condotto all'approvazione della norma di esenzione a favore dei Fondi UE Qualificati.



Focus Team Private Equity

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con focus sul *private equity*.

Eliana Catalano

Societario

Nicola Marchioro

Societario

Franco Agopyan

Societario

Stefano Micheli

Societario

Giulia Bianchi Frangipane

Societario

Umberto Nicodano

Societario

Stefano Brunello Dormal

Fiscale

Vittorio Pomarici

Lavoro

Francesco Casamassa

Societario

Augusto Praloran

Societario

Antonio La Porta

Bancario e finanziario

Gianfranco Veneziano

Societario

Sara Lembo

Antitrust