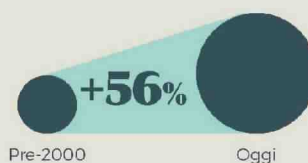


Trend**Riforma fiscale Usa e rimpatrio dei profitti**

I titoli tecnologici hanno registrato una crescita di oltre il 40% e ora hanno valutazioni superiori del 56% a quelle precedenti al crollo del 2000, allo scoppio della cosiddetta bolla delle dot.

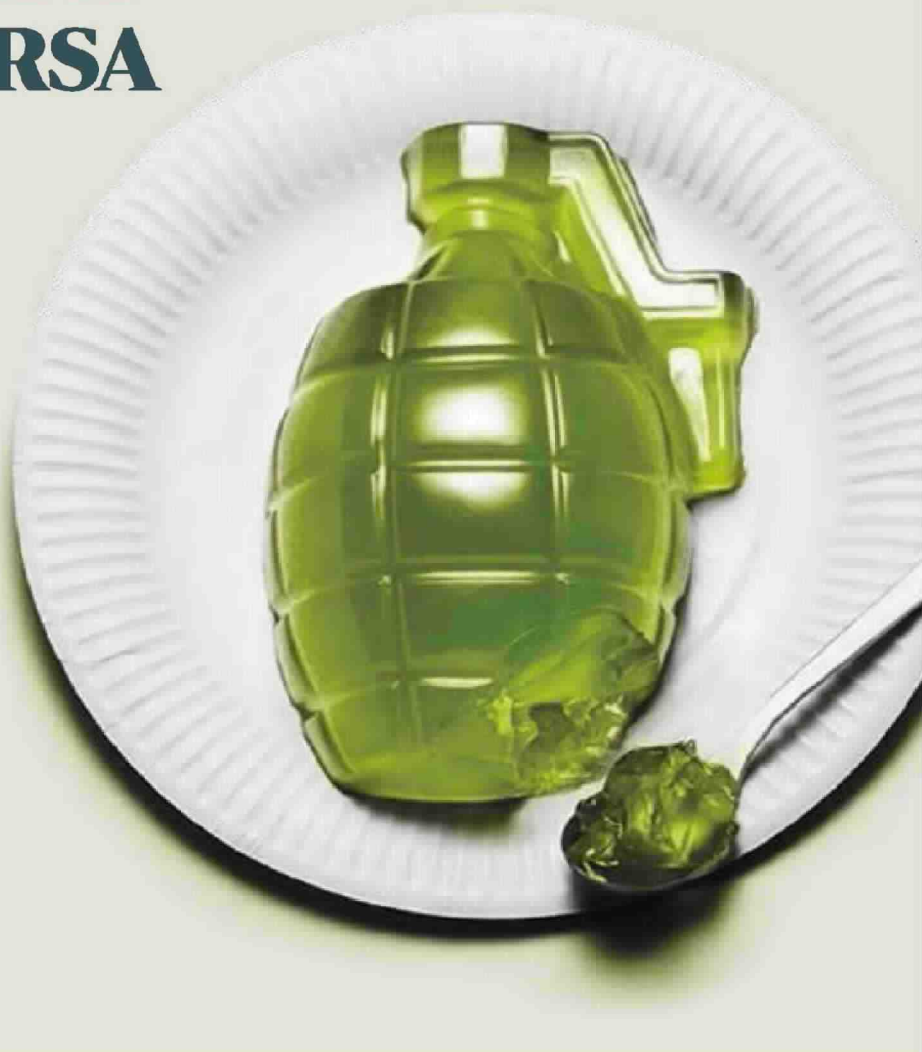
Il presidente Donald Trump ha incassato un doppio ok (Camera e Senato) alla sua riforma fiscale, che prevede un consistente taglio alla tassazione delle imprese, dal 35 al 20%. Per le multinazionali è previsto un limite alla deducibilità degli interessi, ma è altresì prevista una detassazione totale dei dividendi prodotti all'estero, purché rimpatriati, e un'aliquota del 12% e del 5% rispettivamente per il rimpatrio della cassa e degli utili prodotti all'estero. Un aspetto che favorirebbe le big tecnologiche alle prese con la stretta fiscale in Europa. Le società americane che abbiano controllate all'estero particolarmente redditizie, inoltre, vedrebbero le attività estere tassate negli Usa al 50% (quindi pagando un'aliquota del 10%) ma mantenendo i foreign tax credits da usare in compensazione per le tasse pagate all'estero.

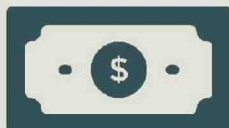
TECNOLOGICI NELLA MORSA FISCALE

Si è acceso un faro sulla tassazione delle multinazionali, e in particolare su quelle hi-tech, che riescono più facilmente a eludere. Gli esperti si aspettano un aumento delle imposte, anche se è difficile prevederne l'impatto sui titoli del settore

di Gaia Giorgio Fedi

Con l'offensiva della Commissione Ue sugli accordi di ruling fiscale eccessivamente benevoli (che si è già abbattuta su Apple e Amazon), la proposta di una web tax europea, la convenzione Ocse contro il profit shifting e i lavori sulla creazione di una base imponibile comune nella Ue (Ccctb), sembrerebbe che le multinazionali dedite a pratiche fiscali aggressive, e in partico-



**12,6%**

Il livello toccato dagli utili societari nel 2012 rispetto al Pil statunitense, ai massimi dal 1950

Web tax, al lavoro Italia e Ue

Sulla web tax si lavora su due binari. Da una parte quello italiano: dopo un primo progetto presentato da Francesco Boccia e un secondo dal tandem Quintarelli-Zanetti risoltisi in un nulla di fatto, lo scorso novembre è stato approvato dalla Commissione bilancio del Senato un testo che prevede un'imposta al 6% sulle transazioni digitali per tassare i ricavi dei giganti del web che fanno business in Italia. Dall'altra il binario europeo: Italia, Francia, Germania e Spagna hanno presentato un progetto di tassazione dei colossi digitali che vada, appunto, a incidere sul fatturato, evitando il problema della difficile identificazione del luogo di produzione degli utili. Ma non tutti i Paesi Ue si sono mostrati favorevoli a questa proposta, che riguardando la materia fiscale esigerebbe un consenso all'unanimità.

lare i colossi della tecnologia, siano oggi alle strette, quanto meno in Europa. Va detto che da gennaio, a livello globale, i titoli tecnologici hanno registrato una crescita di oltre il 40% e ora hanno valutazioni superiori del 56% a quelle precedenti al crollo del 2000, allo scoppio della cosiddetta bolla delle dot.com. E che gli addetti ai lavori sono convinti che, finché cresceranno gli utili, il settore può continuare sul suo percorso positivo. Ma l'incognita fiscale può pesare sui profitti, e quindi sulle valutazioni di Borsa?

"Dopo la crisi finanziaria - spiega Paul Jackson, head of multi-asset research di PowerShares-Source - abbiamo assistito a due importanti dinamiche: da una parte il capitale ha rappresentato una porzione significativa della crescita (gli utili societari hanno toccato il 12,6% del Pil statunitense nel 2012, ai massimi dal 1950), dall'altra le disuguaglianze di reddito sono aumentate ulteriormente. Non ci si stupisce quindi che il settore corporate sia finito sotto i riflettori". E il comparto tech in particolare, perché l'immaterialità del business facilita l'elusione fiscale. "Le società tecnologiche sono in grado di spostare i profitti verso Paesi a tassazione ridotta come anche altri tipi di multinazionali, ma in più possono anche nascondere l'origine dei ricavi. Esiste quindi un incentivo a manipolare i conti per ottenere vantaggi fiscali, pur aderendo alle leggi applicabili in materia", spiega Jackson. Per l'esperto non dovremmo quindi essere sorpresi "se le autorità intendono cambiare queste leggi per as-



> **Paul Jackson**
head of multi-asset
research di
PowerShares-Source



Le società tecnologiche sono in grado di spostare i profitti verso Paesi a tassazione ridotta come anche altri tipi di multinazionali, ma in più possono anche nascondere l'origine dei ricavi

sicurarsi che ricavi e profitti vengano dichiarati nel luogo in cui sono generati dal punto di vista economico (e la riforma fiscale Usa va anche in questa direzione, con risultati però favorevoli alle tecnologiche statunitensi, ndr)". Questo a causa dell'enorme crescita della ricchezza generata dai proprietari di tali business. "Secondo i nostri calcoli, il rapporto price/book-value del settore tecnologico Usa era di 5,4 alla fine del terzo trimestre 2017, mentre il multiplo price/earnings era a 25,6", spiega Jackson.

"Dopo le Torri gemelle e una serie di normative sul controllo dei capitali in funzione anti-terrorismo che hanno portato



Dopo le Torri gemelle e una serie di normative sul controllo dei capitali in funzione anti-terrorismo che hanno portato all'abolizione del segreto bancario, si è avviato un percorso irreversibile, dando impulso a una maggiore attenzione degli Stati su fenomeni come evasione, elusione, treaty shopping



> **Alessandro Dragonetti**
co-managing partner
di Bernoni Grant Thornton

INSIGHT

5,4

25,6

il rapporto price/book-value del settore tecnologico Usa era di 5,4 alla fine del terzo trimestre 2017, mentre il multiplo price/earnings era a 25,6

Trend**Convenzione Ocse contro profit shifting e treaty shopping**

Dopo la pubblicazione del progetto Beps contro il profit shifting (meccanismo di spostamento degli utili da parte delle multinazionali verso Paesi con tassazioni più vantaggiose) i Paesi Ocse hanno continuato a lavorare a un testo che frenasse i fenomeni elusivi. Così il 7 giugno 2017 è stato firmato a Parigi un trattato multilaterale, cui hanno aderito oltre 70 Paesi, per impedire così le pratiche scorrette

del profit shifting, del treaty shopping (cioè l'utilizzo indebito dei buchi delle convenzioni contro la doppia imposizione per pagare poche tasse o non pagarne affatto), introdurre una clausola antiabuso contro i benefici fiscali non supportati da ragioni economiche. Il trattato prevede anche una revisione del concetto di stabile organizzazione che tenga conto delle specificità dei business digitali.

all'abolizione del segreto bancario, si è avviato un percorso irreversibile, dando impulso a una maggiore attenzione degli Stati su fenomeni come evasione, elusione, treaty shopping (operazioni in Paesi con trattati fiscalmente favorevoli, ndr). Tanto che le società sono passate dalla pianificazione fiscale alla pianificazione del rischio connesso alla materia fiscale", commenta Alessandro Dragonetti, co-managing partner di Bernoni Grant Thornton. Nel frattempo è emersa anche l'ascesa di colossi della tecnologia che prosperano e pagano poche tasse. "Internet ha trasformato il modello di business, producendone uno in cui la componente materiale ha perso peso rispetto a quella immateriale e rendendo difficile l'identificazione del luogo in cui vengono prodotti utili e ricavi", fa notare Dragonetti. Ma anche se si rimette mano alle normative per raddrizzare alcune storture, è complicato prevederne le conseguenze sul settore. Si pensi alla web tax: "anche se dovesse passare - e ricordiamo che si tratta di una normativa molto semplice, ma complicata sul fronte dell'armonizzazione perché pone criticità nei rapporti tra Paesi - è difficile stimare quale sarà l'impatto per le società del settore", osserva Dragonetti. Si tratta infatti di società con un posizionamento di mercato che offre loro un elevato pricing power, cioè la possibilità di spostare sul cliente eventuali oneri aggiuntivi collegati al business. "Come si suol dire, la medicina la paga sempre l'ammalato - chiosa Dragonetti - È probabile che per reagire a un aumento della tassazione aumenteranno i prezzi o rimoduleranno i servizi per recuperare marginalità".

Per Angelo Meda, head of equities di Banor Sim, "la pressione sulle società tecnologiche e, in generale, su quelle con una tassazione particolarmente avvantaggiata dall'utilizzo di tecniche legalmente lecite (ma eticamente discutibili, ndr), sta montando e non è solo guidata dal populismo. Anche le aziende che ora risultano svantaggiate stanno lamentando una concorrenza sleale da parte di quei pae-

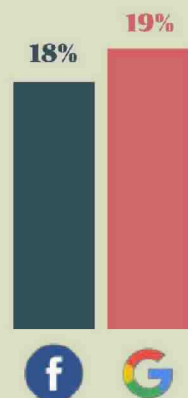


> **Angelo Meda**
Head of equities
di Banor Sim



Un aumento della tassazione, il rischio antitrust, la valutazione vicina ai massimi storici sotto diverse metriche e il posizionamento sovrappeso della maggior parte dei gestori sono tutti fattori di rischio che potrebbero portare a uno storno del settore.

si, come Lussemburgo, Olanda e Irlanda, che autorizzano queste pratiche all'interno dell'Ue". Meda però nutre dei dubbi sull'efficacia della web tax. "È difficile pensare all'introduzione di una tassa pura sui ricavi: ogni sub-settore ha una marginalità diversa e l'impatto sarebbe totalmente differente da società a società. Per esempio, chi fa pubblicità online come Google e Facebook e ha margini superiori al 50%, avrebbe un impatto inferiore sull'utile netto rispetto a chi vende merci con margini inferiori al 10%", commenta Meda. Se è difficile prevedere la forma di un futuro provvedimento in termini di web tax, è però molto probabile che la tassazione per i colossi del web sia destinata ad aumentare: "il 18% di tax rate pagato nell'ultimo anno da Facebook e il 19% da Google/Alphabet sono sicuramente valori non sostenibili. Un aumento della tassazione, il rischio antitrust, visto il posizionamento sempre più dominante, la valutazione vicina ai massimi storici sotto diverse metriche e il posizionamento sovrappeso della maggior parte dei gestori sono tutti fattori di rischio che aleggiano sui titoli tecnologici e che potrebbero portare a uno storno del settore, nonostante i trend strutturali di cui beneficiano e beneficeranno per i prossimi anni", conclude Meda.

TAX RATE

Il tax rate pagato nell'ultimo anno da Facebook è il 18%, quelle di Google/Alphabet è il 19%