

REDDITI FINANZIARI DISTORSIONI DEL SISTEMA IMPOSITIVO E PROSPETTIVE DI RIFORMA¹

Executive summary

Questa ricerca si propone di individuare interventi idonei al conseguimento di una maggiore omogeneità, neutralità ed efficienza del sistema di tassazione dei redditi finanziari, le cui diffuse anomalie si riflettono negativamente sulla concorrenza tra intermediari, sul corretto funzionamento dei mercati finanziari e sulle scelte di allocazione del capitale. In merito alla questione della proporzionalità o progressività del prelievo non si avanzano proposte - il che costituisce già un'implicita accettazione dello status quo -, non potendosi presumere che il rafforzamento della collaborazione amministrativa e degli scambi di informazioni tra Stati (specie dopo l'adozione quasi generalizzata dei CRS) risolva automaticamente il rischio di volatilizzazione della ricchezza finanziaria e delle relative basi imponibili che potrebbe derivare da un inasprimento del prelievo e non potendosi ignorare altre rilevanti giustificazioni sistematiche dell'imposizione sostitutiva.

Innanzitutto, la volatilizzazione dei patrimoni può conseguire alla volatilizzazione dei contribuenti (mediante il trasferimento della residenza in giurisdizioni più "accoglienti"), rispetto alla quale i CRS non offrono rimedi, e al ricorso alle numerose forme di investimento escluse dagli obblighi di reporting (tra le altre: gioielli, opere d'arte, oro e argento); per non parlare della propensione dei grandi patrimoni a cercare comunque condizioni di opacità resistenti ai CRS. Né, infine, va sottaciuto che non tutte le giurisdizioni hanno adottato il CRS (ad esempio, gli USA non hanno aderito).

In secondo luogo, i redditi di capitale scontano una sorta di "tassa da inflazione", derivante dall'applicazione dei tributi a redditi solo nominali, rispetto alla quale la tassazione proporzionale con aliquote basse ha fin dall'origine rappresentato un indiretto correttivo. La tassazione del rendimento nominale della ricchezza finanziaria produce infatti un doppio effetto distorsivo sull'equità e sulla neutralità del sistema impositivo: in primo luogo, comporta la tassazione di una redditività solo apparente; in secondo luogo, favorisce in termini relativi gli investimenti portatori di una maggiore redditività reale, assoggettandoli a un'imposizione reale percentualmente inferiore a quella degli investimenti meno redditizi. Nel caso, peraltro prevalente oggi, di rendimenti nominali inferiori all'inflazione, l'imposta sul rendimento nominale comporta una decurtazione del patrimonio.

Infine, qualunque valutazione sull'alternativa tra proporzionalità e progressività non può prescindere da un adeguato apprezzamento del complesso delle imposte che incidono gli impieghi del capitale in Italia. In tale più ampia prospettiva, rileva l'esistenza di una cospicua imposizione patrimoniale sulla ricchezza finanziaria - rappresentata dal bollo e dall'IVAFE del 2 per mille, sugli investimenti rispettivamente detenuti in Italia e all'estero - che non solo contribuisce a riequilibrare in senso progressivo il sistema rispetto alla

¹ Questo documento è stato elaborato da un gruppo di lavoro coordinato da Domenico Muratori, che si è avvalso dei commenti, delle osservazioni e dei suggerimenti di Vieri Ceriani, Gabriella D'Alessio, Concetta Lo Porto, Nicola Manuti, Fabio Marchetti, Laura Zaccaria.

tassazione proporzionale dei proventi, ma accentua notevolmente l'incidenza fiscale effettiva sui redditi (specie in periodi di bassi rendimenti, come quelli attuali).

Sotto il profilo della progressività, in particolare, rileva che la propensione marginale al risparmio è in funzione diretta del reddito e che, conseguentemente, una maggior quota percentuale dei redditi più elevati è destinata all'investimento, su beni reali o finanziari. Come risulta anche dalle evidenze statistiche, la ricchezza è più concentrata del reddito. Su tale presupposto, un'imposizione anche solo proporzionale sul patrimonio tende ad avere un'incidenza di tipo nettamente progressivo sui redditi.

Dalla ricerca sono scaturite numerose e articolate proposte, che si possono riassumere nei seguenti termini:

- *concentrazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria all'interno di un'unica categoria di "redditi finanziari";*
- *organizzazione di tale categoria attraverso la concentrazione dei due separati set di fattispecie attualmente previsti dal t.u.i.r., comprese le norme di chiusura;*
- *concettualizzazione della fonte dei redditi finanziari in termini di "portafoglio finanziario", costituito dal complesso dei rapporti aventi ad oggetto investimenti numerari, valutari o mobiliari, o comunque aventi un nesso economico con valori o indicatori finanziari;*
- *compensabilità di "redditi di capitale negativi" (che assumerebbero rilevanza fiscale), spese di produzione del reddito, minusvalenze e perdite con redditi di capitale, plusvalenze e altri proventi;*
- *trasferibilità del saldo netto dei componenti negativi e delle ritenute eccedenti tra posizioni intrattenute presso intermediari diversi o tra regimi di applicazione del prelievo differenti;*
- *riporto temporalmente illimitato dei componenti negativi non compensati;*
- *convergenza delle aliquote di tassazione proporzionale previste dall'ordinamento, compresa quella dell'imposta sostitutiva sui redditi finanziari, sull'aliquota del primo scaglione IRPEF, secondo i modelli di "dual income tax";*
- *conseguimento della neutralità fiscale degli investimenti partecipativi nell'alternativa rispetto all'investimento in strumenti di debito piuttosto che alle diverse forme organizzative delle attività imprenditoriali (società di persone, imprese individuali);*
- *a tal fine, si propone una modifica della disciplina ACE che adegui la remunerazione figurativa del capitale investito al costo medio della raccolta finanziaria delle società, in modo da rendere fiscalmente indifferente la scelta tra capitale proprio e capitale di debito, ridimensionando comunque la doppia imposizione economica sugli investimenti partecipativi;*
- *eliminazione della doppia imposizione sui redditi di fonte estera mediante riconoscimento di un credito d'imposta a valere sull'imposta sostitutiva;*
- *soppressione della fattispecie dei titoli atipici, riducendo le tipologie di strumenti finanziari rilevanti a quella dei titoli azionari e similari, caratterizzati dalla partecipazione economica ai risultati dell'emittente, e a una categoria eterogenea residuale.*

L'aspetto più controverso riguarda le modalità di tassazione.

Premesso che andrebbe comunque eliminata l'attuale distinzione tra regime del risparmio gestito e regime del risparmio amministrato, ponendo in alternativa al regime dichiarativo un unico regime "degli intermediari" (o "del risparmio intermediato"), sul piano della omogeneità e neutralità fiscale la tassazione del maturato risulta preferibile a quella del realizzato, le cui lacune potrebbero comunque essere mitigate dall'adozione di un meccanismo correttivo delle distorsioni finanziarie derivanti dal diverso timing di applicazione del prelievo.

La tassazione del maturato, che peraltro non trova riscontri nei Paesi OCSE, avrebbe comunque significativi inconvenienti sul piano pratico: oltre ad essere di difficile applicazione, per la necessità di valutare al mercato tutti gli strumenti finanziari in portafoglio, anche non quotati, comporterebbe problemi di provvista per gli intermediari e di gettito per l'erario, per essere la sua applicazione periodica. Soprattutto, nei periodi di crisi dei mercati finanziari, accollerebbe agli investitori ingenti crediti d'imposta "virtuali", che in alcuni casi non potrebbero essere recuperati.

La tassazione del realizzato sarebbe di più semplice gestione. Il diverso timing del prelievo tra i vari strumenti sarebbe equalizzato attraverso un meccanismo comunque idoneo a evitare la tassazione di redditi solo apparenti e di facile applicazione, diversamente da quanto riscontrabile nell'equalizzatore previsto per i titoli quotati dalla "riforma Visco".

A tali fini, potrebbe essere "rispolverata" la versione semplificata dell'equalizzatore introdotto dal d.m. 4 agosto 2000, prevista per i titoli non quotati e per quelli obbligazionari o atipici, basato su una presunzione di maturazione costante dei proventi. In alternativa, potrebbe essere adottato un meccanismo ancor più semplice, basato sull'applicazione di coefficienti graduati in funzione dei periodi interi di detenzione dello strumento finanziario.

Per l'attuazione di un regime basato sul realizzo, una tassazione "operazione per operazione", che in relazione alle minusvalenze e ai costi di produzione del reddito riconosca un bonus fiscale da utilizzare a fronte dei proventi successivamente percepiti, è preferibile a una tassazione periodica, avente ad oggetto il risultato annuale complessivamente realizzato, perché più idonea ad assicurare la regolarità dei flussi di gettito erariale e il prelievo della provvista per il versamento dell'imposta sostitutiva da parte degli intermediari, oltre che a evitare l'introduzione di una complessa disciplina transitoria.

Premessa

In una fase storica di rinnovato interesse della politica verso ipotesi di riforma dell'imposta personale, sta tornando di attualità il dibattito sul sistema di tassazione dei redditi finanziari e sulla sua adeguatezza. Si tratta tuttavia di una tematica "scivolosa" in quanto sfaccettata e controversa, risultando ardua la ricerca di una mediazione equilibrata delle tre prospettive di analisi – quella giuridica, quella politica e quella economicistica – che rivendicano legittimazione nell'ambito tributario.

Su tale presupposto, questa ricerca è finalizzata a verificare se, e in quale misura, la tassazione dei redditi finanziari sia suscettibile di interventi riformatori nell'interesse generale, che abbiano una valenza complessivamente positiva e che, nel peggiore dei casi, risultino neutre rispetto ai contrapposti interessi e alle divergenti prospettive analitiche che si manifestano nel dibattito politico e accademico.

1. Obiettivi del lavoro

Pur mancando nel nostro ordinamento una definizione *ad hoc*, per finalità analitiche gli studiosi hanno comunque elaborato una categoria concettuale di "redditi finanziari", intendendo per tali quelli derivanti da investimenti numerari, valutari o mobiliari, o comunque aventi un nesso economico con valori o indicatori finanziari.

L'attuale sistema italiano di tassazione dei redditi finanziari si caratterizza in ragione delle seguenti peculiarità:

- la classificazione dei proventi all'interno di due distinte categorie reddituali, disciplinate da regole differenti di determinazione dell'imponibile: quella dei "redditi di capitale" – derivanti da forme statiche di impiego e assoggettati a imposizione nella loro misura lorda - e quella dei "redditi diversi" – derivanti da forme dinamiche o sintetiche di impiego (avendo ad oggetto investimenti nozionali) e determinati al netto di minusvalenze e perdite della medesima natura;
- la prevalente applicazione di una tassazione proporzionale con l'aliquota del 26%, divergente rispetto alle altre aliquote di tassazione proporzionale sui redditi riscontrabili nell'ordinamento e comunque contraddetta da numerose e significative eccezioni (costituite *in primis* dai titoli di Stato e dal risparmio postale; cfr. nota 7);

- la doppia tassazione economica dei redditi partecipativi, su partecipazioni qualificate e non;
- la previsione di tre distinti meccanismi di tassazione – il “regime del risparmio gestito”, quello del “risparmio amministrato” e quello “dichiarativo” –, con effetti differenti non solo in termini di determinazione dell’imponibile e dell’imposta, ma anche di *timing* del prelievo;
- la differenziazione degli strumenti finanziari nell’ambito di tre fattispecie – quella dei titoli azionari e similari, quella dei titoli obbligazionari e similari e quella, residuale, dei cd. “*titoli atipici*” –, la cui configurabilità costituisce presupposto per l’applicazione di disposizioni di carattere valutativo, sostanziale e procedimentale.

Non ci occuperemo in questa sede della proporzionalità dell’imposta, la cui giustificazione sistematica è comunque riconducibile a una pluralità di ragioni storiche (rappresentate in primo luogo dall’intento di correggere indirettamente le distorsioni inflattive e di contrastare la volatilizzazione dei capitali mobiliari in un sistema di libera circolazione)⁽²⁾ e la cui valutazione non solo richiederebbe un complessivo apprezzamento del sistema dell’imposizione personale sul reddito, ormai circoscritta ai redditi di lavoro (dipendente

² In periodi di inflazione elevata, come quelli sperimentati in Italia fino all’ingresso nell’euro, i redditi di capitale scontano una sorta di “tassa da inflazione”, derivante dall’applicazione dei tributi a redditi solo nominali, rispetto alla quale la tassazione proporzionale con aliquote basse rappresenta un indiretto correttivo. Come evidenziato da Vieri Ceriani (cfr. “La legislazione tributaria”, in corso di pubblicazione in: “L’impresa Italiana – Il contesto”, Istituto della Enciclopedia Italiana, Roma, 2020), “*Tassando gli interessi nominali, viene tassata anche la parte che compensa la perdita di valore del capitale dovuta all’inflazione. Per tenere conto di questo effetto si dovrebbero tassare i soli interessi reali, depurati dalla componente dovuta all’inflazione. Questa soluzione però non viene usualmente adottata, e non lo è stata nemmeno in Italia. La ‘tassa da inflazione’ giustifica però il mantenimento di ritenute proporzionali basse sui redditi da capitale, che riducono l’entità del problema rispetto alla tassazione con l’imposta personale progressiva.*” Altra giustificazione storicamente adottata alla tassazione proporzionale dei redditi finanziari risiede nella volatilità dei capitali mobiliari e nel rischio di volatilizzazione delle basi imponibili che deriverebbe da una tassazione elevata. In proposito, Vieri Ceriani evidenzia che: “*Quella che negli anni Settanta sembrava un’anomalia della riforma italiana rispetto al modello dell’imposta onnicomprensiva, cioè la tassazione separata e proporzionale dei redditi da capitale, negli anni Ottanta cominciò a diventare una modalità diffusa a livello internazionale. Nei paesi nordici (Svezia, Danimarca, Norvegia, Finlandia) furono varate riforme fiscali ispirate a un nuovo modello di imposizione diretta: il modello ‘duale’, che sottopone a tassazione progressiva solo i redditi da lavoro dipendente e autonomo e tassa tutti i redditi da capitale ad aliquota uniforme proporzionale, tendenzialmente coincidente con l’aliquota più bassa dell’imposta progressiva (vedi infra). La logica della discriminazione qualitativa dei redditi veniva così abbandonata e, sotto la pressione della libera circolazione dei capitali e della concorrenza fiscale, si affermava un modello di tassazione in cui i redditi da lavoro subiscono aliquote più elevate dei redditi da capitale.*”

L’ulteriore argomento che giustificava l’imposizione sostitutiva dei redditi finanziari con la tassazione al lordo dei costi di produzione non appare più attuale, tenuto conto che sono parimenti tassati al lordo i redditi di lavoro dipendente, senza che peraltro venga più accordata alcuna detrazione d’imposta per spese di produzione del reddito. Restano invece valide (seppur meno rilevanti che all’epoca della riforma tributaria) le motivazioni di carattere procedurale, relative alla semplificazione dell’adempimento da parte dei contribuenti e dell’accertamento da parte dell’Amministrazione Finanziaria e alla prevedibilità del gettito.

e autonomo), ma anche del complesso delle imposte applicabili (cfr., a questo riguardo, quanto detto al par. 2 sul riequilibrio in senso progressivo del sistema di tassazione dei redditi finanziari che deriva dall'applicazione del bollo e dell'IVAFE), e che sarebbe comunque condizionata da pregiudiziali politiche e considerazioni socio-economiche, che si vogliono rimettere ad altri tavoli.

L'obiettivo di questo contributo è invece volutamente limitato, seppur articolato.

Un primo momento di indagine è rivolto a evidenziare le lacune dell'attuale disciplina fiscale dei redditi finanziari, seppur in termini di mera coerenza interna rispetto a parametri di equità, semplicità applicativa e neutralità. Quest'ultimo attributo, in particolare, allude alla *“finalità di evitare che la tassazione, favorendo l'impiego dell'uno o dell'altro strumento finanziario, alteri i prezzi relativi, che hanno la funzione di riflettere la riallocazione del rischio, il grado di liquidità, ecc., a scapito dell'efficienza dei mercati finanziari e della concorrenza tra intermediari.”* ⁽³⁾

Un secondo momento di indagine è invece dedicato alla ricerca e proposta di rimedi concretamente e immediatamente perseguibili, sempre all'interno della cornice politico-economica che ispira le scelte redistributive nel sistema vigente. Sotto questo profilo, rispetto alla questione della proporzionalità, appare più proficuo concentrare l'attenzione su:

- (i) la antistorica dicotomia tra redditi di capitale e redditi diversi;
- (ii) modalità applicative del prelievo che risolvano le divergenze fra i tre diversi regimi di tassazione attualmente previsti;
- (iii) la soluzione della doppia tassazione economica sui redditi partecipativi;
- (iv) la ricerca di un'aliquota di imposizione sostitutiva non solo uniforme, all'interno del sistema di tassazione dei redditi finanziari, ma anche coerente col complessivo sistema della tassazione sul reddito, secondo i canoni della *“dual income tax”*;
- (v) la razionalizzazione delle fattispecie qualificatorie.

³ Cfr. d.d.l. AC 1762 del 2006, audizione della Prof.ssa Maria Cecilia Guerra in Commissione Finanze, 7 febbraio 2007.

2. L'attuale sistema di tassazione dei redditi finanziari

Nell'ambito dei redditi finanziari, la dicotomia tra redditi "di capitale" e "diversi", risalente all'istituzione *post unitaria* dell'imposta di ricchezza mobile, è stata mantenuta nella riforma tributaria del 1973 e nei successivi interventi modificativi dell'imposizione sul reddito, nonostante la diversa esperienza di altri ordinamenti.

Tradizionalmente, gli impieghi di capitale rilevanti come investimenti finanziari si qualificano nella prospettiva di una destinazione fruttifera diretta e di una capacità reddituale individuale, senza tener conto di un'eventuale destinazione finale diversa realizzata attraverso la mediazione gestoria, societaria o imprenditoriale.

In tale contesto, il nostro sistema impositivo ha storicamente collocato i *redditi di capitale* all'ambito concettuale del *reddito prodotto*, scaturendo essi da una relazione di effetto a causa tra un provento e una sua fonte produttiva - l'impiego di un capitale, nella fattispecie -, e nella dipendenza della *ricchezza novella* da un evento non aleatorio; si tratta, in sostanza, di incrementi di ricchezza derivanti dal capitale per effetto di negozi giuridici aventi ad oggetto il suo impiego.

I *redditi diversi* di natura finanziaria sono invece provvisti delle caratteristiche del *reddito entrata*, rilevante *tout court* in quanto accrescimento di ricchezza, trattandosi di quelli, a contenuto differenziale o comunque intrinsecamente aleatorio, in cui il negozio di impiego di capitale - ove sussista - si configura solo indirettamente come causa produttiva del reddito (come nel caso della dismissione del cespite finanziario); in particolare, mentre la derivazione da uno specifico impiego è solo indiretta ed eventuale, si riscontra comunque una relazione con un impiego (o anche una provvista) di capitale, seppur solo nozionale.

La prima categoria corrisponde tendenzialmente all'ambito dei *frutti civili*, quali interessi e dividendi, mentre la seconda corrisponde all'ambito delle *plusvalenze* e dei *differenziali* positivi da contratti derivati.

Il perimetro delle due categorie, quali risultano nella legislazione vigente, scaturisce dal riordino della disciplina dei redditi finanziari introdotto dal d.lgs. n. 461/1997, che oltre a integrarle con ulteriori fattispecie imponibili, introdusse le necessarie norme di chiusura rispetto a elencazioni che in precedenza risultavano meramente casistiche (e,

come tali, poco idonee ad adeguarsi al dinamismo degli schemi economici e giuridici proposti dai mercati finanziari). In particolare, nell'ambito dei redditi di capitale fu attratto ogni altro provento non aleatorio, diverso da quelli elencati, derivante da rapporti aventi per oggetto l'impiego di capitale, mentre nel novero dei redditi diversi fu inserita una fattispecie residuale di plusvalenze (relativa a rapporti di impiego di capitale, strumenti finanziari e crediti pecuniari in genere) e proventi realizzati mediante rapporti da cui possano scaturire differenziali positivi o negativi in dipendenza di eventi incerti.

Al di là al riordino della disciplina sostanziale dei redditi di natura finanziaria, il d.lgs. n. 461/1997 intervenne soprattutto sulle modalità attuative del prelievo, introducendo meccanismi semplificati di assolvimento dell'onere impositivo attraverso l'intervento di intermediari abilitati che, a meno di marginali successive modifiche ⁽⁴⁾, costituiscono ancora il fulcro della normativa in materia.

In sintesi, il sistema di tassazione dei redditi finanziari introdotto dal d.lgs. 461 prevede:

- la possibilità per il contribuente di optare per il regime del *risparmio amministrato*, che, con l'eccezione dei redditi derivanti da partecipazioni in società residenti in paradisi fiscali (salvo quelle negoziate in mercati regolamentati), demanda l'applicazione delle imposte sostitutive sui redditi diversi di natura finanziaria agli intermediari coi quali siano intrattenuti rapporti stabili (di amministrazione o deposito titoli), senza obbligo di successiva dichiarazione. Il regime, ordinariamente prescelto dagli investitori che intrattengono con gli intermediari rapporti a tal fine qualificati, è caratterizzato dall'imposizione per cassa dei redditi conseguiti in ciascuna operazione, con la possibilità di compensare eventuali minusvalenze, perdite o differenziali negativi con le plusvalenze successivamente conseguite nel periodo di imposta o nei successivi, ma non oltre il quarto. Gli intermediari prelevano l'importo del tributo da versare dai proventi intermediati, ovvero ne ricevono provvista dal contribuente;

⁴ Si fa riferimento, in particolare: alle modifiche apportate dalla riforma fiscale del 2003 alla tassazione dei proventi derivanti da partecipazioni qualificate; al nuovo regime di tassazione degli OICR, introdotto dal d.l. 29 dicembre 2010, n. 225; alla revisione delle aliquote, prevista dal d.l. 13 agosto 2011, n. 138, e dal d.l. 24 aprile 2014, n. 66; all'estensione della tassazione proporzionale ai dividendi e alle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate stabilita dall'art. 1, commi 999 ss., l. n. 205/2017 ("legge di bilancio 2018").

- la possibilità per il contribuente di optare per il regime del *risparmio gestito*, la cui applicazione è demandata ai gestori professionali di patrimoni individuali e ha ad oggetto il risultato maturato di gestione annuo (assunto al netto dei redditi esenti o esclusi o soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta, nonché dei proventi derivanti da partecipazioni in società non quotate residenti in paradisi fiscali, salvo l'esito positivo di una procedura di interpello), costituito dalla differenza algebrica tra il valore del patrimonio gestito al termine di ciascun anno solare ⁽⁵⁾, e pertanto comprensivo sia di redditi diversi che di redditi di capitale, con possibilità di compensare i risultati negativi di un periodo d'imposta con quelli positivi dei successivi quattro periodi. La differenza algebrica di cui sopra deve ovviamente essere aumentata dei prelievi e diminuita dei conferimenti effettuati in corso d'anno (oltre che, come detto, dei redditi esclusi dal risultato di gestione e di oneri e commissioni relativi al patrimonio gestito). In ogni caso, le gestioni patrimoniali assumono lo *status* di *lordisti* nella percezione dei proventi derivanti da titoli di Stato e obbligazioni di società quotate;
- infine, in via ordinaria, il *regime della dichiarazione*, caratterizzato dalla tassazione delle plusvalenze, dei differenziali e degli altri proventi solo in relazione al periodo d'imposta di realizzo, attraverso un'imposta sostitutiva liquidata dal contribuente direttamente in dichiarazione. Il regime dichiarativo si applica: quando il contribuente non abbia esercitato le opzioni per il risparmio amministrato o per il risparmio gestito, nel caso dei redditi diversi; obbligatoriamente, per i redditi finanziari di qualunque tipo comunque percepiti al di fuori di tali regimi e senza subire prelievi alla fonte. L'imposta sostitutiva sui redditi diversi si applica a una base imponibile determinata annualmente compensando plusvalenze e minusvalenze realizzate nel periodo di imposta (considerando autonomamente quelle derivanti da partecipazioni "*paradisiache*"). Le minusvalenze non utilizzate costituiscono eccedenze deducibili dalle plusvalenze nei periodi di imposta successivi, ma non oltre il quarto.

⁵ La valutazione del patrimonio gestito all'inizio e al termine di ciascun periodo di imposta deve essere effettuata secondo i criteri stabiliti dagli appositi regolamenti Consob. Gli strumenti finanziari non quotati, il cui valore complessivo medio annuo sia superiore al 10% dell'attivo medio gestito, sono valutati al valore normale.

Gli OICR italiani ed equiparati (i cd. “*fondi lussemburghesi storici*”), che in base al d.lgs. n. 461 scontavano annualmente l'imposta sostitutiva sul risultato maturato e assumevano lo *status* di *lordisti*, sono stati successivamente esonerati dal prelievo dall'art. 2 del d.l. n. 225/2010, che ha spostato la tassazione in capo ai quotisti e al momento del realizzo (mediante ritenuta alla fonte applicata sulle distribuzioni periodiche e in sede di riscatto o rimborso).

Dalla sintesi dei tratti distintivi dei tre regimi di tassazione dei redditi finanziari emergono notevoli divergenze, che interessano solo marginalmente l'ambito applicativo avendo principalmente ad oggetto il ruolo degli intermediari, le modalità di determinazione della base imponibile, la deducibilità dei costi di produzione del reddito e il momento di applicazione del prelievo. In particolare, la possibilità di compensare i redditi di capitale con le minusvalenze e con le spese di produzione del reddito è ammessa solo nel regime del risparmio gestito, che costituisce il prodromo (seppur con limitato campo di applicazione) di un sistema unitario di tassazione dei redditi finanziari.

Quanto alla determinazione dell'imposta, il d.lgs. n. 461 ha confermato la prevalente applicazione di prelievi sostitutivi di tipo proporzionale, restando soggette a tassazione progressiva solo poche fattispecie, specie dopo l'estensione della tassazione proporzionale ai dividendi e alle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate stabilita dall'art. 1, commi 999 ss., l. n. 205/2017 (“legge di bilancio 2018”) (6).

Sotto il profilo delle aliquote, invece, la convergenza verso una misura unica è stata perseguita solo successivamente (con il d.l. n. 138/2011, che l'aveva fissata al 20%); attualmente l'aliquota ordinaria dell'imposta sostitutiva si attesta al 26% (per effetto del d.l. 24 aprile 2014, n. 66), ma con significative eccezioni (7). Tra queste, se si escludono le misure rivolte a favorire il risparmio previdenziale e i piani individuali di risparmio o a

⁶ Oltre alle fattispecie più rilevanti, ricollegabili al possesso o alla cessione a titolo oneroso di partecipazioni in società residenti in paradisi fiscali, rientrano nell'area di imposizione progressiva i proventi derivanti dall'investimento in OICR di diritto estero non armonizzati.

⁷ Per i soggetti IRPEF residenti, le principali deroghe all'aliquota “ordinaria” del 26% riguardano i proventi derivanti da: le obbligazioni e gli altri titoli di cui all'art. 31 del d.p.r. n. 601/1973 ed equiparati (titoli pubblici italiani ed equiparati); i buoni fruttiferi postali; le obbligazioni emesse dagli Stati inclusi nella c.d. *white list* di cui al decreto emanato ai sensi dell'art. 168-bis, comma 1, del t.u.i.r; i risultati della gestione delle forme di previdenza complementare; i titoli di risparmio per l'economia meridionale di cui all'art. 8, comma 4, d.l. 13 maggio 2011, n. 70; le quote di partecipazione ai fondi per il *venture capital*; i piani di risparmio di lungo termine (“PIR”).

perseguire obiettivi contingenti di politica economica, le uniche di carattere strutturale riguardano i titoli di Stato e il risparmio postale.

Il livello e le modalità di tassazione dei redditi finanziari sono stati recentemente oggetto di attenzione in ambito OCSE, nella ricerca di *trend* evolutivi che possano scaturire dal rafforzamento della collaborazione amministrativa e degli scambi di informazioni tra Stati, specie dopo l'adozione quasi generalizzata dei *Common Reporting Standards* (cfr. OECD, *Taxation of Household Savings*, OECD Tax Policy Studies, No. 25, Paris, 2018).

Ovviamente, in ragione del minor rischio di volatilizzazione dei patrimoni e delle basi imponibili, l'analisi dell'OCSE si concentra sulla possibilità di incrementare il livello di tassazione.

Tale ipotesi incontra tuttavia alcune fondamentali obiezioni: due di carattere generale, evidenziate dallo stesso studio OCSE, attengono alla possibile volatilizzazione dei contribuenti (mediante il trasferimento della residenza in giurisdizioni più "accoglienti"; si parla in questo caso di contribuenti che "*vote with their feet*"), quando quella dei capitali non sia più possibile, e al possibile ricorso alle numerose forme di investimento escluse dai CRS (tra le altre: gioielli, opere d'arte, oro e argento); un'altra, più precipuamente nazionale, riguarda l'applicazione di altre forme di tassazione alla ricchezza finanziaria, e perciò indirettamente alla sua redditività.

A quest'ultimo riguardo, va evidenziato come qualunque ipotesi di riforma nella tassazione dei redditi finanziari non possa prescindere da un adeguato apprezzamento del complesso delle imposte che incidono gli impieghi del capitale in Italia. In tale più ampia prospettiva, rileva l'esistenza di una cospicua imposizione patrimoniale sulla ricchezza finanziaria – rappresentata dal bollo e dall'IVAFE del 2 per mille, sugli investimenti rispettivamente detenuti in Italia e all'estero⁽⁸⁾ – che non solo contribuisce a riequilibrare in senso progressivo il sistema rispetto alla tassazione proporzionale dei proventi della specie, ma comporta anche effetti di stabilizzazione sul gettito e, soprattutto, accentua notevolmente l'incidenza fiscale effettiva sui redditi.

⁸ Non sono soggetti all'imposta di bollo, oltre ai titoli di Stato e al risparmio postale, le polizze vita di ramo I (mentre lo sono quelle di ramo III e i PIR).

Sotto il profilo della progressività va tenuto conto che, secondo gli insegnamenti della dottrina macroeconomica, la propensione marginale al risparmio è in funzione diretta del reddito; in sostanza, la quota di reddito sottratta al consumo e destinata all'accumulazione è crescente al crescere del reddito. Conseguentemente, una maggior quota dei redditi più elevati è destinata all'investimento, su beni reali o finanziari. Su tale presupposto, si può concludere che l'aliquota che esprime il rapporto tra la variazione annua del risparmio e il reddito cresce progressivamente (peraltro con andamento continuo e non per scaglioni) rispetto all'andamento reddituale, di modo che un'imposizione proporzionale sul patrimonio tende ad avere un'incidenza di tipo progressivo sui redditi.

Dal punto di vista del gettito rileva che, mentre i redditi finanziari sono fortemente influenzati dall'andamento contingente dei mercati, trattandosi di flussi che misurano la variazione della ricchezza finanziaria derivante dalla sua gestione (statica o dinamica, ma comunque non professionale), e pertanto nelle congiunture sfavorevoli possono anche assumere un saldo negativo, i patrimoni finanziari sono *stock* di risparmio accumulato e investito, il cui valore è solo limitatamente influenzato dall'effetto *performance*. Pertanto, qualunque prelievo patrimoniale sulla ricchezza finanziaria sarà sempre più stabile, in termini di gettito, rispetto a prelievi sui redditi della stessa natura.

Su tali presupposti, qualunque intervento riformatore in materia dovrebbe cercare l'equilibrio (in termini di progressività complessiva e di flussi di gettito) nel mix tra imposizione sui redditi e prelievo patrimoniale, evitando l'errore di considerare partitamente i due settori impositivi.

Rivolgendo tale complessivo approccio al sistema vigente, risulta evidente che l'incidenza dell'aliquota ordinaria di imposizione sostitutiva (come detto pari al 26%), sommata all'incidenza dell'imposizione patrimoniale, è elevata se non eccessiva, specie in periodi di bassi tassi di interesse. Si consideri, a quest'ultimo riguardo, che un rendimento annuo dello 0,27%, assolutamente cospicuo rispetto agli attuali livelli di rendimento degli investimenti finanziari a basso rischio, sarebbe interamente azzerato dall'effetto cumulato dell'imposta di bollo e dell'imposta sostitutiva sui redditi finanziari. Ciò, peraltro, senza considerare la perdita di valore reale degli investimenti finanziari dovuta all'inflazione, sia pur molto contenuta negli ultimi anni, e la doppia imposizione economica sui redditi degli investimenti partecipativi (comunque attenuata dall'ACE, per le imprese residenti in Italia).

L'effetto inflazionistico sul valore reale della ricchezza finanziaria produce un doppio effetto distorsivo sull'equità e sulla neutralità del sistema impositivo. In primo luogo, secondo quanto evidenziato nella nota 1, comporta la tassazione della redditività apparente, ossia della quota di reddito che compensa la perdita di valore reale degli investimenti finanziari; in secondo luogo, favorisce in termini relativi gli investimenti portatori di una maggiore redditività reale, assoggettandoli a un'imposizione reale percentualmente inferiore a quella degli investimenti meno redditizi, poiché comprensivi di una minore componente inflazionistica.

3. Le proposte di riforma

Fin dall'inizio del nuovo millennio, si sono ripetute sollecitazioni e iniziative rivolte a unificare le due categorie dei *redditi di capitale* e dei *redditi diversi di natura finanziaria*, il cui mantenimento veniva considerato inidoneo a cogliere la complessità e la varietà degli strumenti finanziari e delle loro implicazioni reddituali.

La prima occasione mancata, in tale prospettiva, è stata la "riforma Tremonti" del 2003, la cui legge delega (n. 80/2003), *in parte qua* non attuata, prevedeva – all'art. 3, comma 1, lett. d) - l'omogeneizzazione dell'imposizione su tutti i redditi di natura finanziaria, indipendentemente dagli strumenti giuridici utilizzati per conseguirli. In particolare, si proponeva di abolire la distinzione tra redditi di capitale e diversi, ritenuta foriera di inefficienti segmentazioni dei mercati, a favore di una categoria unitaria di "redditi finanziari", comprensiva sia dei redditi derivanti dall'impiego di capitale, sia "*dei proventi caratterizzati da elementi di aleatorietà, spesso consistenti in un differenziale. Quali, ad esempio, le plusvalenze da cessione e i proventi dei contratti derivati*". Si stabiliva inoltre la sostituzione dell'attuale elencazione di fattispecie casistiche con norme definitorie di carattere generale, "*in grado di comprendere tutte le tipologie di proventi e di escludere in radice gli effetti di fuorigioco del sistema fiscale, prodotti dalle continue innovazioni delle forme contrattuali*" (cfr. Relazione illustrativa al disegno di legge delega) ⁽⁹⁾. Era inoltre

⁹ La ricomprensione dei redditi finanziari all'interno di un'unica categoria reddituale era già stata sostenuta, nel 1989, dalla Commissione degli esperti nominata dal Ministro Formica e presieduta dal Prof. Tremonti. In particolare, la Commissione affermava che: "*va superata la distinzione, ormai artificiale, tra flussi di reddito corrente e plusvalenze. La proposta è dunque nel senso di introdurre un concetto unificato di reddito derivante dall'investimento di capitale ... che non si scompone più artificialmente in funzione del tipo di*

prevista la generalizzata tassazione dei redditi finanziari al momento del realizzo, abolendo la tassazione sul maturato sia nelle gestioni collettive che in quelle individuali.

Nel corso del 2006, il Ministro dell'economia e delle finanze istituì una *Commissione di studio sulla tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria*, presieduta dall'attuale Sottosegretario all'Economia Prof.ssa Maria Cecilia Guerra, con lo scopo di individuare le linee guida di una nuova riforma. Le indicazioni della Commissione, ancorché non attuate, costituiscono un utile riferimento analitico e dialettico nella prospettiva di ulteriori interventi riformatori.

La Commissione articolò le sue proposte in due alternative: nella prima di queste, riesumando uno dei criteri direttivi della legge delega del 2003, ipotizzava un'applicazione generalizzata della tassazione in base al realizzo, estendendola al risparmio gestito; nella seconda, rovesciando la prospettiva, proponeva invece l'allineamento del regime del risparmio amministrato e del regime dichiarativo a quello del risparmio gestito, per l'effetto di tassare il risultato complessivo netto della gestione finanziaria maturato in ciascuno dei tre regimi.

Per quanto riguarda la tassazione al realizzo, accantonata una prima variante - che la stessa Commissione riteneva eccessivamente complicata (nonché fonte di disarmonie e possibili strumentalizzazioni) e che, lasciando le gestioni individuali (e gli OICR) nell'ambito dei "lordisti", ne avrebbe modificato solo il criterio di determinazione del risultato di gestione, passando dal risultato maturato a quello periodicamente realizzato (in capo ai sottoscrittori invece che ai fondi, nel caso degli OICR) - ne veniva preferita una seconda, indirizzata verso una pressoché assoluta convergenza del regime del risparmio gestito verso quello amministrato, conseguita affiancando al criterio del realizzo una regressione del risparmio gestito verso la separata tassazione di redditi di capitale e redditi diversi e dallo status di *lordisti* (delle gestioni individuali e degli OICR) a quello di *nettisti*.

Anche questa proposta, sicuramente idonea a ridurre le divergenze fra i tre regimi di tassazione, comportava notevoli inconvenienti. Oltre ad aggravare l'iniquità dell'autonoma tassazione di redditi di capitale e redditi diversi, infatti, implicava il rischio

operazione" (cfr. il "Primo rapporto di lavoro" della Commissione, pubblicato in *Il sole 24 ore* dell'11 gennaio 1990).

di una doppia tassazione sui redditi di capitale che, già tassati alla fonte, avrebbero concorso a formare l'incremento di valore degli OICR da tassare in capo agli investitori. La soluzione di tale distorsione avrebbe richiesto la scomposizione giornaliera degli incrementi di valore dei fondi (e delle loro quote) nelle loro componenti costitutive (redditi di capitale, redditi diversi e redditi soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta), introducendo così un onere amministrativo e gestionale molto gravoso sulle SGR.

La seconda ipotesi formulata dalla Commissione, di segno opposto alle precedenti e più convintamente sostenuta, contemplava come detto un allineamento del regime del risparmio amministrato e di quello dichiarativo alla tassazione del maturato. In pratica: l'investitore sarebbe stato tassato sul "risultato maturato di amministrazione" o "da dichiarazione"; i redditi di capitale sarebbero stati compensabili con le minusvalenze; il regime delle gestioni patrimoniali sarebbe rimasto invariato; i proventi degli OICR di diritto italiano (ed equiparati), sempre determinati secondo maturazione, sarebbero stati tassati direttamente in capo ai sottoscrittori e comunque, ricorrendone i presupposti, anche nell'ambito del regime del risparmio amministrato o gestito, unitamente agli altri redditi concorrenti a determinare il risultato di amministrazione o di gestione.

Il "risultato maturato di amministrazione" o "da dichiarazione" ⁽¹⁰⁾ sarebbe derivato, come nel caso delle gestioni, dalla differenza tra il valore del patrimonio al termine del periodo di imposta e il valore del patrimonio a inizio periodo e comunque al netto degli oneri e delle commissioni relative al patrimonio amministrato. Se negativo, sarebbe stato utilizzabile in compensazione dei risultati positivi maturati nei quattro periodi di imposta successivi.

Oltre a determinare la compensabilità di tutti i redditi finanziari con le perdite della stessa natura, tale proposta risultava idonea a contrastare sia i fenomeni di *lock-in* su titoli plusvalenti (oltre che di tutte le altre forme di strumentale differimento del prelievo al momento del realizzo) che quelli di *cash out* su titoli minusvalenti (cfr. par. successivo). Rispetto alla necessità di: (i) trovare adeguati criteri di valorizzazione degli strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati e di (ii) assicurare agli intermediari la provvista necessaria al versamento delle imposte sostitutive, avvicinando peraltro il

¹⁰ Nel regime dichiarativo sarebbero ricaduti i redditi di capitale e diversi, di fonte estera, non percepiti per il tramite di intermediari residenti operanti in regime di risparmio gestito o amministrato.

momento del prelievo a quello di percezione dei redditi (oltre che di acquisizione del gettito da parte dell'erario), la Commissione ipotizzava: la valorizzazione al costo degli strumenti finanziari non quotati, rinviandone di fatto la tassazione al momento del realizzo; la trasformazione delle imposte sostitutive applicate dagli intermediari sui redditi di capitale in prelievi a titolo di acconto dell'imposta sostitutiva sul risultato maturato (con l'eccezione delle ritenute operate in forma indifferenziata da parte dell'emittente, che operano a titolo d'imposta anche nei confronti degli OICR e delle gestioni patrimoniali), con riporto al periodo di imposta successivo di eventuali eccedenze.

Il limite maggiore della proposta, per come configurata nella Relazione finale, è quello di non considerare il problema dei crediti d'imposta, "virtuali" e reali, che si sarebbero formati in capo ai contribuenti nelle congiunture negative dei mercati finanziari, a maggior ragione in un regime di riportabilità delle perdite contenuta nel tempo, tra regimi e tra intermediari. Tale dimenticanza è tanto più sorprendente se si considera che, in altra parte della Relazione, la Commissione affronta proprio il tema dei crediti d'imposta virtuali degli OICR (che ne sono stati vittima per quasi due decenni, considerati anche i tempi di "smaltimento" dei crediti virtuali maturati al 31 dicembre 2010), proponendo in quell'ambito di abbandonare il criterio del maturato.

Quasi contestualmente alla conclusione dei lavori della Commissione, un infruttuoso tentativo legislativo di unificazione delle due categorie di redditi finanziari fu effettuato tramite il disegno di legge delega 1762-AC del 2006, mai approvato, che comprendeva tra i suoi principi direttivi l'omogeneizzazione delle basi imponibili di tutti i redditi finanziari, con determinazione di un'unica base imponibile, ridotta di perdite e minusvalenze (eventualmente surrogando la possibilità di compensare i redditi soggetti a ritenuta o imposta sostitutiva con un credito d'imposta), e allineamento del momento impositivo ⁽¹¹⁾.

¹¹ In particolare, il d.d.l. formulava i suoi criteri direttivi nei seguenti termini:

"Omogeneizzazione della base imponibile dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria, indipendentemente dagli strumenti giuridici utilizzati per produrli, con deduzione dei relativi costi e compensazione delle minusvalenze e delle perdite, con utilizzabilità delle eccedenze entro un arco temporale prestabilito.

Possibilità di prevedere che, qualora la base imponibile assoggettata a ritenuta o ad imposta sostitutiva sia determinata senza tenere conto di costi, minusvalenze o perdite, al contribuente competa un risparmio d'imposta, scomputabile, a determinate condizioni e con particolari limiti, dalle imposte dovute sui redditi di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria; ...

La dicotomia tra i redditi di capitale e i redditi diversi di natura finanziaria è peraltro sopravvissuta ai due successivi (seppur limitati) interventi di riforma della tassazione dei redditi finanziari: il d.l. n. 225/2010, che secondo quanto detto in precedenza ha modificato i criteri impositivi dei proventi derivanti da OICR italiani passando dalla tassazione del maturato a quella del realizzato; il d.l. n. 138/2011, che ha introdotto un'aliquota unica (con minime eccezioni; cfr. nota 5) di prelievo sui redditi finanziari.

Un significativo sforzo cognitivo e propositivo per una riforma del sistema di tassazione dei redditi finanziari è stato svolto sotto l'impulso della FEBAF (Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza), nel corso del 2014, da parte di un gruppo di lavoro coordinato dal Prof. Franco Gallo. La relazione conclusiva, di notevole interesse, contiene una proposta di revisione della tassazione dei redditi del risparmio articolata sulle seguenti linee direttive:

- introduzione, nell'ambito del t.u.i.r., di un'unica categoria onnicomprensiva di redditi di natura finanziaria, comprensiva delle varie fattispecie annoverabili tra i redditi di capitale e i redditi diversi;
- interventi di carattere definitivo rivolti a modernizzare l'individuazione del confine tra strumenti obbligazionari e partecipativi, in modo da eliminare la categoria dei c.d. "titoli atipici";
- mantenimento dell'attuale architettura procedimentale, nella sua differenziazione tra i regimi applicativi del risparmio amministrato, del risparmio gestito e dichiarativo;
- omogeneizzazione della base imponibile, generalizzando la possibilità (attualmente riconosciuta solo nell'ambito del risparmio gestito) di applicare il prelievo sul rendimento effettivo del patrimonio finanziario, tenendo conto di componenti positivi e negativi indipendentemente dallo strumento giuridico utilizzato per produrli. Il raggiungimento di tale obiettivo avrebbe richiesto: (i) l'esplicita ammissione in diminuzione degli oneri (seppur determinati in misura forfettaria) relativi alla produzione dei redditi di capitale e delle perdite "di capitale" realizzate (inerenti a partecipazioni societarie, associazioni in

applicazione, per i redditi di natura finanziaria soggetti ad imposizione al momento della percezione, di formule di correzione temporale semplificate, che tengano conto di eventuali diversi momenti impositivi e non comportino, per il contribuente, una tassazione positiva qualora il reddito realizzato sia negativo o nullo".

partecipazione, gestioni collettive e contratti assicurativi); (ii) l'esplicita deducibilità delle minusvalenze anche dai redditi di capitale; (iii) l'introduzione di un meccanismo procedurale rivolto a valorizzare e agevolare la deducibilità degli oneri e delle minusvalenze, mediante la loro trasformazione (in funzione dell'aliquota applicabile ai corrispondenti redditi positivi) in un *bonus* di imposta, utilizzabile per il pagamento delle ritenute e delle imposte sostitutive dovute per operazioni successive.

Il gruppo di lavoro FEBAF considerava la proposta non solo idonea a eliminare le distorsioni derivanti dalla attuale suddivisione dei redditi da risparmio in due distinte categorie reddituali, ma anche (nel sostanziale mantenimento della vigente architettura procedimentale) rispettosa delle "abitudini" dei risparmiatori e poco onerosa in termini di adeguamento procedurale da parte degli intermediari. I suoi limiti più evidenti risiedevano sia nell'incompleta omogeneizzazione dei trattamenti (ipotizzandosi una tassazione per maturazione – e quindi anticipata – per il solo regime del risparmio gestito, che ne avrebbe scoraggiata fortemente l'adozione), sia nella possibilità di differire indefinitamente il prelievo mediante un'accorta gestione dei realizzi su posizioni minusvalenti e plusvalenti o ricorrendo all'utilizzo di strumenti "contenitore", con pesanti effetti sui flussi di gettito e sulla neutralità del sistema.

Ulteriori proposte di riforma sono state elaborate da uno gruppo di lavoro dell'Associazione Italiana dei Professori di Diritto Tributario ("AIPDT"), coordinato dal Prof. Fabio Marchetti, che le ha presentate nel 2016 in un documento dal titolo: "*I redditi finanziari: determinazione della categoria e proposte di riforma*".

In sintesi, la relazione conclusiva del Prof. Marchetti propone:

- l'inclusione dei redditi finanziari di importo più elevato nella base imponibile del reddito complessivo;
- l'introduzione di criteri di progressività nell'applicazione dell'imposizione sostitutiva ⁽¹²⁾;

¹² In particolare, per i redditi finanziari non eccedenti la soglia della tassazione progressiva, l'imposizione sostitutiva andrebbe corretta in senso perequativo attraverso la previsione di aliquote progressive per scaglioni di redditi finanziari, applicate dagli intermediari salvo conguaglio. In particolare, la determinazione del reddito complessivo annuo di natura finanziaria e la conseguente liquidazione dell'imposta sostitutiva a carattere progressivo verrebbero effettuate dal contribuente sommando i redditi

- il superamento della distinzione fra redditi di capitale in senso stretto e redditi diversi di natura finanziaria, pur mantenendo distinti i tre attuali regimi applicativi in termini di *timing* del prelievo.

Quanto all'ultimo punto, che maggiormente interessa ai nostri fini, l'AIPDT ipotizza di estendere ai regimi di tassazione basati sul realizzo l'unificazione degli imponibili dei redditi di capitale e diversi e la tassazione al netto, non solo delle minusvalenze e dei differenziali negativi, ma anche delle spese di produzione del reddito. In questo modo, i tre regimi assumerebbero le medesime regole di determinazione degli imponibili, pur mantenendo l'imposizione per cassa o per maturazione secondo il sistema vigente. La determinazione delle spese di produzione deducibili (anche in relazione i redditi di capitale in senso stretto) ma non analiticamente documentabili, comprensive degli oneri fiscali gravanti sul capitale, sarebbe forfettizzata in una percentuale.

Le norme definitorie dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria presenti nel t.u.i.r. pure verrebbero unificate, commassando le fattispecie (definitorie e di chiusura) attualmente previste dalla lett. h) dell'art. 44 e dalla lett. c-*quinquies*) dell'art. 67 e introducendo la distinzione fra attività finanziarie *standardizzate e non*. Le attività finanziarie *standardizzate* - per le quali il calcolo della base imponibile è di determinazione agevole e documentabile (interessi da depositi o titoli e proventi degli strumenti finanziari quotati) - sarebbero le uniche ammesse al regime del risparmio amministrato, mentre i redditi finanziari da attività *non standardizzate* dovrebbero essere necessariamente indicati in dichiarazione dal contribuente (con applicazione o meno del regime sostitutivo), salva opzione per il regime del risparmio gestito (le cui caratteristiche lo renderebbero applicabile dagli intermediari anche a strumenti finanziari *non standardizzati*).

Secondo l'AIPDT, infine, l'unificazione dei redditi finanziari e delle relative basi imponibili, sul presupposto di applicare l'imposta sostitutiva per scaglioni, richiederebbe un quasi integrale superamento della distinzione fra risparmio amministrato e gestito. Anche nel risparmio amministrato la tassazione andrebbe infatti applicata per periodi d'imposta, su una base imponibile unitariamente determinata dalla somma algebrica di componenti

finanziari prodotti presso i diversi intermediari (e già tassati a titolo di acconto) nel periodo di imposta di riferimento.

positivi e negativi. Gli intermediari finanziari applicherebbero l'imposta sostitutiva progressiva per scaglioni tenendo conto delle posizioni amministrato, salvo conguaglio da parte del contribuente in relazione alla titolarità di altri rapporti in regime di risparmio amministrato presso altri intermediari.

Le uniche differenze rispetto al risparmio gestito risiederebbero quindi, oltre che nella tassazione per cassa o per maturazione, nell'applicazione del regime del risparmio amministrato solo per le attività finanziarie *standardizzate*.

La proposta dell'AIDT ha il pregio di promuovere un superamento della dicotomia tra redditi di capitale e redditi diversi, al pari delle proposte precedenti, e di formulare una proposta concreta e ragionevole di unificazione delle due categorie attraverso il raggruppamento delle fattispecie che ne fanno parte. Rispetto agli obiettivi di omogeneizzazione del sistema, tuttavia, risulta poco comprensibile il mantenimento della differenziazione tra il risparmio gestito e gli altri due regimi, in termini di *timing* del prelievo. Nel riformato sistema del risparmio amministrato, che implicherebbe una tassazione periodica del risultato realizzato netto, gli intermediari incontrerebbero inoltre problemi nel prelevare la provvista a carico dei clienti amministrati ⁽¹³⁾. L'Erario, infine, conseguirebbe un gettito non solo ridotto, per effetto della compensazione tra proventi e minusvalenze e spese, ma anche ritardato a un momento successivo alla conclusione del periodo d'imposta. In ogni caso, si comprende poco la proposta di escludere dall'applicazione del risparmio amministrato le attività finanziarie non *standardizzate*: essendo prevista comunque la tassazione dei soli proventi realizzati, la quotazione o meno degli strumenti finanziari sarebbe irrilevante in sede di formazione dei risultati imponibili. Come nel caso della proposta FEBAF, infine, il sistema proposto si presterebbe al differimento strumentale del prelievo.

¹³ Tale problema, come anche quello del *timing* del gettito (di cui al periodo successivo), potrebbe essere superato perseguendo un'ipotesi, avanzata nello stesso documento AIPDT del 2016 (cfr. A. Marinello, "I regimi di tassazione dei redditi di natura finanziaria: inquadramento sistematico e prospettive di riforma"), secondo la quale, nel risparmio amministrato, "Ciascun intermediario applicherebbe il prelievo "operazione per operazione", vale a dire su ciascun provento percepito e su ciascuna plusvalenza realizzata, deducendo ogni spesa, minusvalenza e differenziale negativo realizzato, dai proventi (riconducibili ad entrambe le categorie) successivamente realizzati, con il consueto limite del quarto periodo di imposta successivo Si tratterebbe, però, di un prelievo effettuato a titolo di acconto, nella misura corrispondente all'aliquota relativa al primo degli scaglioni previsti dall'imposta sostitutiva."

4. Effetti distorsivi del sistema positivo di tassazione dei redditi finanziari

Secondo quanto detto, la tassazione dei redditi finanziari presenta significative asimmetrie applicative, riguardanti le regole di determinazione della base imponibile, il *timing* della tassazione e le aliquote.

Per sollecitare ancora una volta un intervento riformatore, attraverso queste pagine, pare opportuno approfondire le distorsioni che derivano da tali asimmetrie e i loro effetti piuttosto che limitarsi a generiche petizioni di principio. Una ricognizione attenta di tali effetti, in rapporto all'evoluzione di modalità e forme tecniche della raccolta e gestione del risparmio, alla diffusione di approcci sempre più razionali e sofisticati nella finanza privata e alle peculiari inclinazioni espansive della politica monetaria, dovrebbero infatti suggerire l'assoluta urgenza di una revisione del sistema e contribuire a indirizzarne i contenuti.

Sotto il profilo della determinazione degli imponibili, si è sottolineato che i regimi del risparmio amministrato e dichiarativo non ammettono la compensazione dei redditi di capitale con le minusvalenze e gli altri differenziali negativi, a differenza del risparmio gestito. Tale caratteristica, derivante dalla separata classificazione dei redditi finanziari tra redditi di capitale e redditi diversi, risulta tuttavia obsoleta e suscettibile di causare rigidità nelle scelte di portafoglio, pregiudicando così ulteriormente l'efficienza del mercato dei capitali, e iniquità nella ripartizione del carico tributario, in contrasto coi principi costituzionali di uguaglianza e capacità contributiva.

Rileva al riguardo che, tradizionalmente, i redditi di capitale corrispondono alla remunerazione periodica dell'impiego di capitale, tendenzialmente identificabile con l'ambito dei "frutti civili". La nozione di "frutto" presuppone l'acquisizione di un'utilità e, su tale presupposto, i redditi della specie sono tassati individualmente e nella loro misura lorda. Ma chiunque abbia familiarità con le logiche economiche sa bene che il rendimento accordato dal mercato agli investimenti finanziari è concettualmente rappresentato da una percentuale di remunerazione del capitale in assenza di alea maggiorata di un premio al rischio, variabile in funzione della probabilità di non conseguire la remunerazione attesa e/o di non recuperare l'investimento. Ciò è peraltro vero sia nel caso degli strumenti di debito che degli strumenti di capitale.

Pertanto, quanto maggiore è il rendimento conseguito sotto forma di reddito di capitale, in ragione di un più elevato premio al rischio, tanto maggiore dovrebbe essere il rischio, che tuttavia in concreto si traduce nella probabilità di sostenere perdite rilevanti nell'ambito dei redditi diversi. Per chi effettui investimenti in strumenti tipicamente (ed esclusivamente) produttivi di redditi di capitale, come avviene per la gran parte dei risparmiatori piccoli e medi, la prospettiva è quindi quella di accumulare progressivamente perdite prive di concrete possibilità di utilizzo. In definitiva, la correlazione economica tra flussi reddituali periodici e flussi da disinvestimento viene tradita dalla classificazione fiscale, che premia l'investimento privo di rischio. Ciò dovrebbe peraltro implicare che il premio al rischio sconti la sostanziale indeducibilità di eventuali perdite con un effetto di *gross up*, rendendo più elevato il costo del capitale e più oneroso il finanziamento di iniziative od operatori economici connotati da significativi attributi di alea (in special modo *start-up*, innovazione, ricerca e sviluppo).

In una fase storica di interessi eccezionalmente bassi o negativi, peraltro, manca un rendimento del capitale in assenza di rischio e pertanto non si riscontrano rendimenti cedolari (o comunque periodici) che non traggano la loro giustificazione economica dalla possibilità di incorrere in successive perdite. Se il rendimento periodico degli investimenti di capitale è rappresentato unicamente dal premio al rischio, è evidente che la sua indiretta contropartita economica risiede nelle eventuali perdite in linea capitale, di modo che solo una categoria reddituale che racchiuda entrambi tali elementi può considerarsi indicativa di reale capacità contributiva e, su tale presupposto, conforme all'art. 53 Cost.

Nella medesima prospettiva va inquadrata la stipulazione di contratti derivati con finalità di copertura. Il costo della copertura di rischi insistenti sul profilo patrimoniale e cedolare degli investimenti finanziari, rischi che di norma si riflettono in una maggiore entità del rendimento periodico configurato come reddito di capitale, pertiene alla categoria dei redditi diversi nonostante la stretta correlazione economica con l'entità del rendimento periodico.

D'altra parte, la compressione di elementi cedolari e differenziali all'interno del medesimo strumento, come avviene nel caso dei *certificates*, si sintetizza in un profilo finanziario misto (obbligazionario e derivato) nella cui qualificazione fiscale prevale la componente differenziale e che, su tale presupposto, è suscettibile di produrre redditi diversi idonei

alla compensazione sia interna che esterna, realizzando una palese disparità di trattamento rispetto ai casi in cui i medesimi contenuti economici siano incorporati in strumenti finanziari separati.

Allo stesso modo, anomalie si riscontrano in relazione agli scarti di negoziazione relativi a titoli obbligazionari, alle compravendite di titoli azionari *cum cedola* e, più in generale, di titoli rappresentativi della partecipazione in società che dispongano di riserve di utili distribuibili o di utili in formazione.

Un caso paradigmatico in tale ambito è quello di obbligazioni acquistate sopra la pari in ragione di una redditività cedolare superiore ai tassi correnti di mercato. Dal punto di vista finanziario, lo scarto di acquisto pagato (differenza tra il prezzo di acquisto e il valore di rimborso) rappresenta il *quid pluris* necessario per adeguare l'investimento effettuato al valore attuale netto dei flussi di cassa futuri dell'obbligazione (cedole e capitale rimborsato a scadenza), calcolato in base al tasso di mercato corrente per la scadenza equivalente alla vita residua del titolo. In sostanza, rispetto a un titolo di nuova emissione allo stesso tasso, si conseguiranno maggiori flussi cedolari e un minor capitale a scadenza. Tuttavia, nel caso dell'acquisto sopra la pari, i maggiori flussi cedolari saranno incisi da una maggior ritenuta (calcolata sempre in proporzione ai flussi di interesse nominali), mentre il minor capitale rimborsato a scadenza non sarà compensabile col reddito di capitale precedentemente tassato, ma solo (ed eventualmente) nell'ambito dei redditi diversi.

Delle operazioni su titoli azionari *cum cedola* effettuate da talune categorie di investitori per realizzare vantaggi fiscali (o evitare asistematiche penalizzazioni) si è detto molto in passato e non si vuole qui rivangare il tema. Va tuttavia sottolineato come, in prossimità dello stacco cedola, il trading su azioni da parte dei privati è sicuramente (e naturalmente) influenzato dall'impossibilità di compensare il dividendo percepito con la teorica minusvalenza che sarebbe realizzata vendendo l'azione contestualmente allo stacco. E si tratta di fenomeno non irrilevante, tenuto conto che alcune *blue chips* del MIB pagano dividendi intorno al 10% dei prezzi di borsa.

Ma, anche prima del periodo di stacco cedola, il valore economico delle società comprende utili in formazione e riserve di utili, la cui distribuzione attraverso i dividendi renderà applicabili nei confronti dei percettori privati (da intendere nel senso di "non

imprenditori”) il regime fiscale dei redditi di capitale, senza alcuna possibilità di compensazione con le corrispondenti perdite in linea capitale che, in termini economici (restando immutate le altre condizioni relative alla valorizzazione delle interessenze), si tradurrebbero in minusvalenze rilevanti nell’ambito dei redditi diversi e utilizzabili solo (e molto eventualmente) in quell’ambito.

L’anomalia più macroscopica, in tale contesto, è quella dei redditi derivanti dall’investimento in fondi comuni di investimento, considerato che i proventi della specie sono classificati tra i redditi di capitale mentre le perdite pertengono ai redditi diversi, e possono essere utilizzate in compensazione solo quando vengano realizzati proventi di quest’ultima categoria.

Le stesse polizze assicurative a contenuto finanziario - specie se di tipo *unit* o *index linked* (ramo terzo), ma anche con capitale a scadenza collegato alla gestione di un fondo sottostante (ramo primo) o miste - possono dar luogo a perdite non compensabili. Ciò deriva dalla circostanza che i proventi delle polizze assicurative ramo vita sono classificati nell’ambito dei redditi di capitale, presumendosi tradizionalmente la fruttuosità del capitale così impiegato, nonostante il contenuto economico di tali strumenti si sia nel tempo evoluto fino alla sostanziale equivalenza con i fondi comuni di investimento o con gli ETF (“*Exchange-traded Funds*”, ossia speciali fondi di investimento che replicano un indice finanziario), risultando peraltro sostanzialmente irrilevante la componente attuariale; si tratta quindi di investimenti dalla redditività assolutamente aleatoria, non solo in ordine al *quantum* ma anche all’*an*, i cui risultati economici sono tuttavia classificati in una categoria – quella dei redditi di capitale, per l’appunto - che esclude la configurabilità di risultati negativi, a differenza peraltro delle perdite derivanti dalla partecipazione a OICR (che secondo l’interpretazione dell’Agenzia delle entrate costituiscono minusvalenze, compensabili secondo le modalità indicate nell’art. 68 del t.u.i.r.).

Allo stesso modo, e sui medesimi presupposti, per l’investitore privato risultano fiscalmente irrilevanti le perdite su investimenti partecipativi derivanti dalla liquidazione della società o della partecipazione.

Più in generale, i patrimoni sono sempre più spesso gestiti in una prospettiva unitaria, anche se non affidati a un gestore professionale, sulla base dei servizi di consulenza che

gli intermediari forniscono al fine di consentire la diversificazione degli investimenti e l'adeguamento del rischio medio ponderato alla propensione individuale dell'investitore. In quest'ottica, sussiste evidentemente un collegamento funzionale tra il rischio e il rendimento di tutti gli strumenti finanziari posseduti e, pertanto, il corretto funzionamento dei mercati sarebbe alterato qualora le scelte di portafoglio fossero condizionate dall'obiettivo di evitare penalizzazioni fiscali in ragione della non compensabilità dei redditi di capitale con le perdite.

Tenuto conto di quanto precede, la ricerca di strategie per conseguire la compensazione è divenuta essenziale nella gestione dei grandi patrimoni, ed è diffusa la propensione a ricercare contenitori di investimenti provvisti dei requisiti per realizzare sinteticamente l'unificazione e la compensazione non altrimenti previste dal sistema (comparti "personalizzati" di OICR, gestioni patrimoniali "addomesticate" in funzione delle scelte di investimento del cliente gestito, polizze assicurative con sottostante ugualmente "normalizzato"), o altrimenti la trasformazione sintetica (mediante strumenti derivati) di flussi reddituali periodici "di capitale" in flussi reddituali eterogenei, come tali classificabili tra i redditi diversi. La predetta trasformazione risponde peraltro sempre più a logiche e prassi correnti dei mercati finanziari, essendo tipicamente rivolta ad assicurare il perseguimento degli obiettivi individuali di *trade off* tra rischio e rendimento. In definitiva, strumenti finanziari sempre più sofisticati (specie quelli con contenuti economici complessi che comprendano una componente derivata o differenziale) rendono sia economicamente che giuridicamente incerta e in qualche misura arbitraria l'attribuzione dei redditi all'una o all'altra categoria.

La separatezza, d'altro canto, oltre a incoraggiare l'utilizzo di "contenitori", indirizza gli investimenti finanziari verso strumenti la cui tipologia consenta il conseguimento di proventi utilizzabili in compensazione delle perdite realizzate, col fine di evitare le ingiuste penalizzazioni derivanti dalla tassazione di redditi solo apparenti (ad esempio, quando differenti investimenti in fondi comuni producano proventi e perdite di pari ammontare).

Quanto al *timing*, la tassazione periodica "per maturazione" delle gestioni patrimoniali risulta evidentemente più penalizzante rispetto a quella "al realizzo" dei regimi amministrato e dichiarativo, oltre che degli OICR, in quanto anticipa il momento del prelievo sui plusvalori ancora latenti e sui ratei di interesse. Inoltre, la tassazione del

maturato – senza gli opportuni correttivi – risulta distorsiva quando l’andamento dei mercati sia particolarmente volatile, potendo tassare risultati positivi solo virtuali senza la possibilità di compensazioni retrospettive di eventuali successivi risultati negativi (che possono tradursi anche in un saldo finale negativo della gestione).

Altrettanto rilevanti, ancorché correggibili mediante opportuni interventi di equalizzazione, sono peraltro gli inconvenienti tipici della tassazione in base al realizzo, come quella attualmente applicata in Italia al di fuori del regime del risparmio gestito.

In primo luogo, infatti, la tassazione al realizzo induce fenomeni di *lock-in* su posizioni plusvalenti (tendenza a ritardare la dismissione di investimenti plusvalenti per rinviare la tassazione), che peraltro possono essere perpetuati tramite la stipulazione di derivati di copertura, e di *cash out* su posizioni minusvalenti (tendenza ad anticipare la dismissione di investimenti minusvalenti al fine di compensare plusvalenze o differenziali per i quali si siano realizzati i presupposti di imponibilità), in entrambi i casi causando inefficienze nel corretto funzionamento dei mercati e inutili costi di transazione quando le posizioni siano immediatamente ripristinate con successivi acquisti.

Nel sistema italiano, inoltre, la tassazione al realizzo comporta un asistemico e iniquo differimento del prelievo sia nel caso degli *zero coupon bond* - in relazione ai quali, salvo il caso di trasferimento dei titoli, il rendimento (costituito interamente dalla differenza tra il prezzo di emissione e il valore nominale) è tassato solo al momento del rimborso - sia nel caso di strumenti che fungano da “contenitori” di investimenti finanziari idonei all’accumulazione di redditi al lordo di imposte (quote di OICR e polizze assicurative), prelevate solo al momento del riscatto delle quote o della liquidazione delle polizze (per scadenza o riscatto) ⁽¹⁴⁾.

Gli investimenti indiretti tramite OICR e polizze finanziarie, peraltro, sono favoriti rispetto all’investimento diretto negli strumenti finanziari sottostanti perché fiscalmente insensibili non solo al realizzo dei sottostanti ma anche, attecchendosi fondi e compagnie

¹⁴ Nel caso delle polizze assicurative, va tuttavia considerato che, in termini di flussi di cassa, la tassazione periodica è virtualmente surrogata dall’imposta sulle riserve matematiche di cui all’art. 1, comma 2 del d.l. n. 209/2002, scomputabile dalle ritenute o dalle imposte sostitutive prelevate all’atto dell’erogazione dei proventi e che, fino a tale momento, rappresentano un credito, incluso dalle compagnie assicurative tra gli investimenti delle sottostanti gestioni separate. Ciò costituisce una penalizzazione rispetto ai fondi comuni di investimento - i cui rendimenti, a decorrere dal 2011, sono tassati solo al realizzo -.

assicurative come *lordisti*, ai redditi di capitale che ne derivino (che nel regime del risparmio amministrato e in quello del dichiarato sarebbero invece tassati alla fonte). Un differimento di imposta così significativo sugli OICR non è generalizzato, tenuto conto che numerose legislazioni estere contrastano il *tax deferral* sui redditi della specie. o imputandoli *pro quota* e *pro rata* ai sottoscrittori (secondo un principio di “trasparenza fiscale”), o assoggettando a imposta in capo all'OICR i redditi non distribuiti oppure obbligando gli OICR alla distribuzione periodica dei redditi.

Per quanto riguarda le aliquote, la mancata convergenza verso una misura unica, sia nell'ambito dei redditi finanziari che, più in generale, tra i redditi derivanti dalle varie forme di impiego del capitale, è chiaramente suscettibile di ostacolarne l'allocazione ottimale, favorendo ora l'una ora l'altra forma di impiego, e di violare l'equilibrio del sistema in termini di equità e uguaglianza.

5. Il tentativo di proporre una soluzione equa e “neutrale”

5.1 Aspetti di diritto sostanziale

In base all'analisi svolta sulle distorsioni causate dall'attuale sistema di tassazione dei redditi finanziari, risulta evidente la necessità di superare la distinzione tra redditi di capitale e diversi, secondo quanto peraltro auspicato dalle proposte di riforma che si sono succedute dall'introduzione del d.lgs. n. 461 ad oggi, e di rendere fiscalmente rilevanti le “perdite di capitale”, ossia i risultati negativi derivanti da strumenti finanziari produttivi di redditi di capitale nell'ambito della loro vicenda giuridica tipica. Si tratta infatti non solo di realizzare una più compiuta attuazione del principio costituzionale di capacità contributiva, e quindi di perseguire una maggiore equità, ma anche di promuovere una maggiore efficienza del mercato dei capitali, considerato che l'unificazione delle due categorie reddituali consentirebbe di conseguire: (i) la neutralizzazione delle possibili distorsioni di natura fiscale sul premio al rischio, e di conseguenza sul costo del capitale; (ii) l'eliminazione delle interferenze di natura fiscale - per la preferenza nei confronti di strumenti fiscalmente più efficienti (perché, ad es., maggiormente idonei alla compensazione di proventi e minusvalenze) o per l'uso strumentale di negozi dispositivi o di copertura - sulle scelte di allocazione del capitale; (iii) semplificazioni nell'applicazione dei tributi, con importanti risvolti in termini di certezza del diritto,

considerato che sarebbero evitate incertezze classificatorie nella ricerca di dubbie corrispondenze tra fattispecie eterogenee, perché appartenenti all'una o all'altra categoria reddituale.

Sul piano della tecnica legislativa, si pone il dubbio se privilegiare, ai fini dell'unificazione di che trattasi, una norma definitoria di carattere generale come quella prevista dalla legge delega del 2003 oppure se mantenere un'elencazione casistica delle principali fattispecie di redditi finanziari, con le opportune norme di chiusura.

Quest'ultima soluzione, sostenuta dal gruppo di lavoro FEBAF e dagli accademici dell'AIPDT, sembra di gran lunga preferibile. Da un lato, infatti, consentirebbe di avvalersi della prassi interpretativa formatasi nella vigenza delle attuali disposizioni, che non sempre indirizzano univocamente la classificazione in una delle due categorie reddituali ma sicuramente appaiono idonee a rendere certa la tassazione dei redditi finanziari nelle loro molteplici manifestazioni. Dall'altro, si tratterebbe di soluzione più coerente col sistema del t.u.i.r., nel quale il presupposto impositivo è generalmente articolato in fattispecie tassative, e più conforme all'esperienza dei contribuenti e dell'Amministrazione finanziaria. E, in ogni caso, non sembra che un sistema di tassazione dei redditi finanziari possa prescindere dalla statuizione di criteri analitici e specifici di determinazione degli imponibili, analiticità e specificità che sembrano poco compatibili con una fattispecie sostanziale di tipo generalmente definitorio. Inoltre, il mantenimento di fattispecie qualificatorie articolate e casistiche, seppur all'interno di una categoria reddituale unitaria, consentirebbe di preservare l'impianto qualificatorio derivato che attualmente insiste nell'ambito del reddito d'impresa, del sistema procedimentale e dei trattati contro le doppie imposizioni.

Una particolare accortezza sarà richiesta per i rendimenti o risultati negativi relativi alle attuali fattispecie di redditi di capitale aventi ad oggetto investimenti suscettibili di generare perdite (in particolare, secondo quanto chiarito al par. 4, si tratta delle perdite derivanti da: liquidazione di società e di polizze assicurative a contenuto finanziario; riscatti di quote di OICR), che devono assumere rilevanza fiscale anche se non scaturenti da atti dispositivi. Al fine di conseguire tale obiettivo, potrebbe rendersi necessario intervenire non solo sui criteri di determinazione del reddito, ma anche nella definizione delle fattispecie reddituali.

Sul piano sistematico, si potrebbe ipotizzare comunque una collocazione della categoria unificata dei redditi finanziari nella specie del “reddito prodotto”, specie se si accedesse a una determinazione unitaria e complessiva del reddito finanziario, considerandone come fonte non tanto i singoli investimenti o contratti, quanto piuttosto il complesso delle posizioni finanziarie, configurate in termini di “portafoglio”. Tale configurazione potrebbe peraltro essere l’unica compatibile con la proposta, dettagliata e argomentata più avanti, di osmosi completa tra le posizioni fiscali intrattenute presso diversi intermediari o anche soggette a differenti regimi applicativi del tributo.

I criteri di determinazione del reddito imponibile, che nel sistema vigente sono disciplinati dagli art. 45 ss. e 68 del t.u.i.r. (rispettivamente, per i redditi di capitale e i redditi diversi), dovrebbero parimenti essere concentrati in un unico ambito ma nelle loro attuali declinazioni casistiche, anche se in ogni caso contemplando i redditi di capitale negativi di cui sopra. Andrebbe inoltre mantenuta la tassazione in capo ai partecipanti dei proventi degli OICR.

5.2 Il piano applicativo e procedimentale

Restano da esaminare le modalità applicative dell’imposta, che costituiscono l’aspetto più controverso negli orientamenti assunti *de iure condendo* e che investono sia la configurazione e il numero dei regimi di tassazione applicabili, sia l’ambito e i presupposti applicativi di ciascuno di essi, sia il criterio di formazione dei fenomeni reddituali rilevanti (maturazione o realizzo/incasso; relazione che si instaura tra diversi regimi relativi al medesimo contribuente e tra regimi dello stesso tipo instaurati presso intermediari differenti), sia la periodicità del prelievo (operazione per operazione o annuale), sia il ruolo degli intermediari.

Nell’ambito di tali aspetti, quello più delicato è senz’altro il criterio di formazione dei redditi, non solo perché di ardua coniugazione con l’obiettivo di neutralità fiscale delle scelte di portafoglio, ma anche per gli effetti che possono derivarne in termini di *timing* ed entità del gettito. Sotto quest’ultimo profilo, in particolare, rispetto alla tassazione al realizzo quella per maturazione determina, da un lato, un’anticipazione dell’incasso erariale, per essere il momento di formazione economica dei proventi antecedente rispetto a quello del loro realizzo/incasso, dall’altro, un’accentuata ciclicità del gettito (in

ragione dell'andamento dei mercati), che può risultare poco compatibile con l'esigenza di prevedibilità delle entrate in relazione ai vincoli di finanza pubblica. Si pensi, ad es., ai negativi effetti sul valore corrente dei portafogli finanziari (sia nella componente obbligazionaria che in quella azionaria) che potrebbero derivare da un'"onda lunga" di incremento dei tassi di interesse rispetto ai minimi storici raggiunti negli ultimi anni.

Conviene pertanto concepire proposte partendo dal criterio di formazione del reddito, anche perché molti degli altri profili presentano un'accentuata derivazione da questo (una tassazione per maturazione, ad es., non potrebbe che essere annuale o comunque periodica).

5.2.1 Tassazione del maturato

Una generalizzazione della tassazione per maturazione, secondo quanto proposto dalla Commissione Guerra, avrebbe non solo il pregio di rendere omogeneo il sistema di tassazione dei redditi finanziari tra i diversi regimi applicativi del tributo sostitutivo, equalizzando il *timing* del prelievo senza dover ricorrere ad algoritmi esogeni (come l'"equalizzatore" inizialmente previsto dal d.lgs. n. 461), ma anche quello di rendere (almeno virtualmente) neutrale la variabile fiscale rispetto alle scelte di investimento/disinvestimento dei contribuenti. Inoltre, la tassazione per maturazione deflazionerebbe i risultati degli investimenti finanziari dalla fiscalità latente, riducendone così la volatilità apparente, tenuto conto che la valorizzazione dei portafogli potrebbe tener conto sia delle imposte maturate sui risultati maturati (in diminuzione), sia dei crediti virtuali relativi alle perdite cumulate (in aumento), oltre che dei crediti reali derivanti da ritenute subite e non utilizzate.

Una simile scelta comporterebbe tuttavia alcuni non trascurabili problemi (e, peraltro, non solo quelli individuati dalla Commissione), che ne hanno finora scoraggiato l'adozione negli altri ordinamenti (cfr. OECD, *Taxation of Household Savings*, OECD Tax Policy Studies, No. 25, Paris 2018). Si tratta, infatti, non solo di assicurare agli intermediari - nel regime del risparmio amministrato - la provvista necessaria all'assolvimento dell'imposta (tenuto conto che non potrebbero disporre a tal fine del patrimonio ricevuto in deposito e amministrazione se non nella componente già liquida, in assenza di un incarico gestorio) e di ricercare adeguati criteri di valorizzazione degli

strumenti finanziari non quotati, ma anche di: (i) apprezzare adeguatamente le attività e le complessità procedurali che sarebbero addossate agli intermediari ai fini della liquidazione annuale dell'imposta sostitutiva; (ii) considerare gli effetti delle oscillazioni dei mercati finanziari in termini di volatilità del gettito; (iii) valutare le implicazioni negative, molto concrete, che deriverebbero dalla tassazione di incrementi di valore poi vanificati dalle contingenze dei mercati al momento del realizzo; (iv) valutare le implicazioni di eventuali cicli finanziari negativi sulla composizione del portafoglio degli investitori e sulla relativa liquidità, sia in termini di "crediti d'imposta virtuali" che di prelievi subiti a titolo di acconto.

Il problema della provvista potrebbe essere almeno parzialmente risolto ricorrendo alla soluzione, proposta dalla Commissione Guerra, di mantenere il prelievo alla fonte sugli *ex* redditi di capitale ma applicandolo a titolo di acconto dell'imposta dovuta a fine periodo sul risultato maturato.

Diversamente da quanto proposto dalla Commissione, tuttavia, si farebbe a meno di applicare a titolo d'imposta le ritenute operate in forma indifferenziata da parte dell'emittente, non comprendendosi la *ratio* di una simile eccezione in una prospettiva di rilevanza unitaria del risultato dei portafogli finanziari.

Diversamente da quanto ipotizzato dalla Commissione, inoltre, ancorché non necessario al fine di assicurare agli intermediari la provvista per assolvere l'imposta di periodo sul maturato, tale prelievo di acconto potrebbe essere esteso alle gestioni patrimoniali e agli OICR, non solo per rendere il sistema più omogeneo ed equo ma anche per assicurare flussi di gettito meno volatili e perciò più prevedibili. Ciò renderebbe di fatto equivalenti il regime del risparmio amministrato e quello del risparmio gestito, riducendoli a un unico "regime del risparmio intermediato" o "regime degli intermediari"; gli OICR sarebbero tuttavia onerati dell'attribuzione *pro* quota delle ritenute subite (o in corso di formazione), sia a fine periodo, in relazione alla necessità di attribuire ai partecipanti la quota di ritenute da imputare all'imposta sul maturato, sia giornalmente, per adempiere alla predetta necessità in relazione alle quote riscattate in corso d'anno. Qualora tali adempimenti fossero ritenuti troppo gravosi e si reputasse opportuno mantenere gli OICR nell'ambito dei lordisti, le gestioni collettive conserverebbero un vantaggio nel *timing* del prelievo rispetto all'investimento diretto, a meno che non si voglia ipotizzare la presunzione (ai soli fini fiscali) di una parziale distribuzione degli incrementi dei fondi.

In ogni caso, nel regime del risparmio intermediato andrebbero compresi (quando detenuti presso o tramite intermediari) anche le disponibilità in conto corrente e le altre forme non cartolarizzate di detenzione della liquidità, nonché tutti gli strumenti finanziari suscettibili di produrre redditi di capitale attualmente esclusi dal risparmio amministrato, incluse le polizze finanziarie (a tali fini, attribuendo rilevanza all'esistenza di deleghe agli intermediari in ordine all'esercizio dei diritti derivanti dai contratti ed eventualmente riconoscendo la qualifica di "intermediari finanziari" alle compagnie assicurative, anche se solo ai fini della tassazione delle attività finanziarie). Non solo, infatti, si tratta di strumenti da cui comunque derivano redditi finanziari che possono concorrere alla formazione del risultato annuale, ma anche, nel caso della liquidità, si tratterebbe di una fonte di provvista, interna al patrimonio finanziario intermediato, rispetto al versamento periodico del saldo di imposta sostitutiva dovuto dagli intermediari.

Un sistema di tassazione dei redditi finanziari basato sul maturato creerebbe comunque i presupposti per la formazione di crediti erariali in capo ai contribuenti; si tratterebbe, in particolare, di crediti "virtuali", in ragione del risparmio d'imposta latente in eventuali risultati negativi accumulati per la compensazione, ma anche reali, in relazione a eccedenze cumulate di ritenute rispetto alle imposte annualmente dovute sui risultati maturati. La formazione di tali crediti (virtuali e reali) sarebbe peraltro concorrente perché, in periodi di andamento negativo dei mercati, al conseguimento di risultati negativi nella gestione dei portafogli corrisponderebbe l'impossibilità di utilizzare le ritenute sui redditi di capitale subite in compensazione delle imposte sul maturato.

Tale problema sarebbe non solo qualitativamente simile a quello registrato presso gli OICR all'epoca in cui erano tassati sul maturato (e, almeno in parte, riscontrabile ancora oggi per i fondi pensione), ma anche potenzialmente molto più cospicuo, tenuto conto che ai crediti virtuali si aggiungerebbero quelli per ritenute e che l'attuale aliquota di imposizione sostitutiva è più elevata di quanto non fosse in passato (26% contro 12,5%).

Al riguardo, si consideri che l'accumulo di crediti virtuali presso i fondi, seppur concentrato su quelli azionari (molto più volatili rispetto ai fondi obbligazionari e monetari), tendeva a manifestarsi in forme parossistiche nei periodi di crisi dei mercati, quando all'accumulo di risultati di gestione negativi si accompagnava una raccolta netta dello stesso segno, anche in conseguenza di un'accentuata avversione al rischio degli investitori. In tali condizioni, nonostante fosse ammessa la compensazione delle perdite

con i risultati positivi di altri fondi gestiti dalla stessa SGR, peraltro senza limiti temporali (cfr. art. 9, comma 2-bis, l. n. 77/83), l'effetto combinato sul valore delle masse gestite derivante dall'andamento negativo dei mercati (effetto *performance*) e della progressiva liquidazione degli attivi realizzata per finanziare i riscatti (effetto raccolta) rendeva: (i) molto elevato il peso percentuale dei crediti virtuali sui predetti attivi, (ii) illiquida e infruttifera una componente importante del portafoglio, (iii) più difficilmente conseguibili risultati di gestione positivi che rendessero possibile la compensazione delle perdite pregresse.

Nell'ambito di un "nuovo" generalizzato sistema di tassazione sul maturato, tali problemi potrebbero essere mitigati ma non eliminati.

Innanzitutto, ai contribuenti andrebbero accordate quanto meno le stesse possibilità di compensazione alle quali erano ammessi gli OICR quando tassati sul maturato. Su tali presupposti, andrebbe consentita la compensazione dei risultati negativi oltre i termini stabiliti per l'accertamento (i quattro anni attualmente previsti), rendendola temporalmente illimitata come per le perdite realizzate in regime d'impresa (e come consentito agli OICR quando erano tassati sul maturato). Per fini di stabilizzazione del gettito si potrebbe semmai limitare la compensazione all'80% dei risultati positivi, come avviene per i redditi d'impresa. Inoltre, per evitare la segmentazione delle perdite e adeguare il meccanismo applicativo dell'imposta alla prospettiva di centralità del "portafoglio", verso cui si propende, in analogia con la compensazione orizzontale ammessa tra fondi gestiti dalla stessa SGR dovrebbe essere consentita la totale trasmissibilità delle perdite, non solo tra posizioni gestite o amministrato da intermediari diversi ma anche tra i regimi del risparmio gestito/amministrato e dichiarativo (nonché, *mortis causa*, dal *de cuius* agli eredi). Per gli stessi motivi, le ritenute non capienti nell'imposta sostitutiva di periodo dovrebbero essere parimenti trasmissibili, eventualmente anche al di fuori dei regimi di tassazione dei redditi finanziari.

L'adozione di tali accorgimenti, tuttavia, potrebbe nel migliore dei casi riprodurre una situazione qualitativamente analoga a quella degli OICR tassati sul maturato, ma quantitativamente molto peggiore a motivo dell'aliquota più che doppia e del credito (reale questa volta) relativo alle ritenute applicate in acconto (che peraltro continuerebbero ad applicarsi anche durante lo "smaltimento" delle perdite).

Si può inoltre presumere che un certo numero di investitori sarebbe riluttante alla persistente assunzione di rischi finanziari, dopo aver sopportato gli effetti di una caduta dei mercati, ciò che renderebbe di fatto inesigibili i crediti virtuali e irreversibili gli effetti della tassazione di redditi solo provvisori e apparenti, come sono quelli che si formano nel regime del maturato. Lo stesso risultato potrebbe verificarsi anche quando la liquidazione del portafoglio finanziario, o quanto meno degli impieghi a rischio (che rappresentano l'unica significativa leva per sostenere la redditività e recuperare le perdite), sia finalizzata a finanziare impieghi non finanziari del capitale (ad es. l'acquisto di una abitazione).

Per neutralizzare tali negative conseguenze, si potrebbe ipotizzare a certe condizioni (ad es. la liquidazione completa del portafoglio finanziario o degli *asset* finanziari più rischiosi) il riconoscimento di un *carryback* dei risultati negativi. Si tratterebbe tuttavia di una soluzione asistemica (il *carryback* non è previsto per alcuna fattispecie, nel nostro ordinamento) e facilmente strumentalizzabile (ad es. liquidando il portafoglio per essere ammessi al *carryback*, con successivo reinvestimento), che accentuerebbe gli effetti di prociclicità sul gettito tipici della tassazione sul maturato e che aggiungerebbe problemi a problemi.

In definitiva, la questione dei crediti d'imposta e del loro incerto smaltimento sembra rappresentare un *vulnus* significativo del sistema di tassazione sul maturato. Peraltro, l'alea in ordine all'*an* e al quando del recupero dei crediti d'imposta, reali ma soprattutto virtuali, potrebbe rappresentare un disincentivo all'investimento in strumenti finanziari rischiosi e riflettersi negativamente sul premio al rischio, in un sistema nel quale la propensione all'investimento partecipativo risulta già storicamente problematica.

Oltre alla questione della provvista, la Commissione Guerra si era concentrata sulla valorizzazione degli strumenti finanziari non quotati, ipotizzando che nel regime del risparmio amministrato e in quello dichiarativo tali strumenti dovessero essere valutati al costo, maggiorato dei flussi reddituali in corso di maturazione; nel regime del risparmio gestito, invece, sarebbe stata comunque richiesta la valutazione al mercato, sul presupposto che i gestori tenderebbero a investire i patrimoni dei clienti in strumenti che presumono di poter valutare.

L'esperienza, tuttavia, insegna che i portafogli gestiti in regime di risparmio amministrato hanno una composizione più elementare, e tendenzialmente concentrata su strumenti quotati, rispetto a quelli del risparmio gestito; inoltre, per fini di rendicontazione, gli intermediari con cui sono intrattenuti rapporti di amministrazione o custodia già adottano i medesimi sistemi di valorizzazione dei portafogli adottati dai gestori. Si tratterebbe, pertanto, di estendere ai rapporti di amministrazione e deposito i criteri dettati dall'art. 1 del d.m. 9 giugno 1998 ai fini dell'applicazione del criterio del maturato agli strumenti finanziari non quotati, che richiede la valutazione al "*presumibile valore di realizzo sul mercato, individuato su un'ampia base di elementi di informazione, oggettivamente considerati dall'intermediario autorizzato, concernenti sia la situazione dell'emittente sia quella del mercato*", ovvero solo "*con riferimento alle condizioni del mercato*" nel caso di strumenti derivati OTC, semprechè il valore complessivo medio annuo degli strumenti non quotati non sia superiore al 10% dell'attivo medio gestito (nel qual caso, rileva il maggiore tra il valore risultante dall'applicazione dei predetti criteri e il "valore normale" di cui all'art. 9 del t.u.i.r.).

In alternativa, derivandone indirizzi più precisi, si potrebbe far riferimento ai criteri stabiliti per la valutazione degli strumenti non quotati dal Regolamento Bankitalia sulla gestione collettiva del risparmio (approvato con provvedimento 19 gennaio 2015, come modificato dal provvedimento 23 dicembre 2016) ⁽¹⁵⁾,

¹⁵ Il Regolamento Bankitalia prevede quanto segue:

- per i titoli non partecipativi, sostanzialmente gli stessi criteri dettati dal d.m. 9 giugno 1998;
- per gli strumenti derivati OTC, la valutazione al "*costo di sostituzione*" secondo le pratiche prevalenti sul mercato;
- per le parti di OICR, l'utilizzo "*dell'ultimo valore reso noto al pubblico*", eventualmente rettificato per tener conto dei prezzi di mercato (nel caso di OICR quotati) o di "*eventuali elementi oggettivi di valutazione relativi a fatti verificatisi dopo la determinazione dell'ultimo valore reso noto al pubblico*" (nel caso di OICR chiusi);
- per le partecipazioni non quotate, che peraltro sono tendenzialmente estranee ai portafogli amministrati da o depositati presso intermediari (e che comunque, secondo quanto si suggerisce *infra*, quanto meno nel caso di interessenze qualificate dovrebbero più opportunamente originare componenti reddituali inclusi nel reddito complessivo), la valutazione al costo, salvo rivalutazioni effettuate per tener conto dei valori risultanti da transazioni recenti (compresi gli aumenti di capitale) o derivanti dall'applicazione di indicatori di tipo economico-patrimoniale (a determinate condizioni, che includono l'aver chiuso almeno tre bilanci in utile) o derivanti da metodologie di tipo *price/earnings*, quando il rapporto sia desumibile da un campione ampio di imprese similari. Criteri specifici sono infine dettati per le partecipazioni in società immobiliari;
- i crediti sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo, mentre le disponibilità liquide e i depositi bancari a vista sono valutati al nominale.

In concreto, gli unici seri problemi valutativi sono posti dalle partecipazioni non quotate, comunque generalmente escluse dai portafogli amministrati dagli intermediari.

In conclusione, l'obiettivo di perseguire la massima omogeneità possibile del sistema richiederebbe o di estendere al risparmio gestito la valorizzazione al costo degli strumenti non quotati oppure di estendere al risparmio amministrato i criteri di valorizzazione già utilizzati dai gestori di patrimoni. I maggiori oneri sostenuti dagli intermediari per progettare l'architettura del nuovo sistema, realizzarlo e assicurarne il funzionamento dovrebbero poter essere ribaltati sui clienti, in ragione anche dei rilevanti vantaggi che a questi ultimi deriverebbero dalle illimitate possibilità di utilizzo (nel tempo e nello spazio finanziario) dei risultati negativi.

Resterebbe comunque pregiudicata la possibilità di utilizzare criteri diversi dal costo nella valutazione degli strumenti non quotati in regime dichiarativo. Tale inconveniente potrebbe essere circoscritto rendendo obbligatorio il rilascio, da parte degli intermediari, di una certificazione dei valori di fine anno (determinati secondo gli stessi criteri stabiliti per il regime del risparmio intermediato) a favore di tutti i contribuenti che con essi intrattengano rapporti stabili (ovviamente, in relazione agli investimenti e ai contratti finanziari, quotati e non quotati, che di tali rapporti formino l'oggetto) ma che non abbiano optato per l'applicazione del regime del risparmio intermediato. Si potrebbe inoltre considerare la possibilità di introdurre disincentivi (ad es., nel periodo di utilizzabilità delle perdite ai fini della compensazione) alla detenzione di strumenti finanziari in regime dichiarativo.

Nel regime dichiarativo rientrerebbero necessariamente gli strumenti finanziari detenuti tramite intermediari esteri. Tale circostanza dovrebbe indurre a considerare molto seriamente l'anzidetta introduzione di disincentivi all'utilizzo del regime dichiarativo, rispetto ai possibili vantaggi derivanti dalla valorizzazione al costo degli strumenti non quotati, al fine di non rischiare la disintermediazione del sistema bancario e finanziario nazionale. Andrebbe inoltre valutata la possibilità di accordare rilevanza a certificazioni dei valori di fine anno rilasciate da intermediari esteri, tenuto conto che non potrebbero essere comunque obbligatorie e che sarebbero rilasciate da soggetti estranei al nostro sistema sanzionatorio.

Al fine di eliminare le distorsioni di ordine fiscale non solo nel funzionamento dei mercati finanziari ma anche nella scelta dei prodotti di investimento, la valorizzazione al mercato e l'inclusione nel regime del risparmio intermediato dovrebbero essere estese alle polizze assicurative a contenuto finanziario, considerato che le compagnie assicurative già valorizzano le polizze della specie per fini di rendicontazione, qualificando come "contribuente" il contraente assicurato (atteso che la designazione del beneficiario può essere modificata fino al momento del riscatto o al verificarsi dell'evento assicurato). In tale ipotesi si renderebbe tuttavia necessaria l'abolizione dell'imposta sulle riserve matematiche, sia per il venir meno delle ritenute dalle quali può essere scomputata sia, su un piano sistematico, per evitare una irrazionale doppia anticipazione del prelievo sostitutivo.

5.2.2 Tassazione del realizzato

L'alternativa al maturato, costituita dal prelievo sul realizzato, potrebbe essere ricavata o dalla proposta FEBAF, di tassazione per singola operazione con attribuzione di un *bonus* fiscale, in relazione ai costi di produzione del reddito e alle minusvalenze, da utilizzare a fronte dei proventi (di capitale o plusvalenze) realizzati successivamente, oppure della proposta AIPDT di tassazione periodica del risultato netto realizzato, in entrambi i casi con possibile determinazione forfettaria delle spese di produzione del reddito. Il correttivo al differente *timing* del prelievo sui diversi strumenti potrebbe essere costituito da un equalizzatore semplificato, basato sull'applicazione di appositi coefficienti graduati in funzione del periodo di detenzione dello strumento finanziario (come previsto in altri paesi OCSE).

Nell'ipotesi di tassazione periodica avanzata dall'AIPDT, si porrebbe il problema di assicurare agli intermediari la provvista necessaria al versamento dell'imposta sostitutiva sul risultato realizzato di periodo. Entrambe le proposte porrebbero inoltre un problema di gettito in relazione alla possibilità che, in periodi di congiuntura negativa dei mercati, il prelievo sui redditi di capitale venga completamente neutralizzato dalla compensazione di tali redditi con le minusvalenze. Tale problema sarebbe comunque molto meno rilevante che nell'ipotesi di tassazione sul maturato, non rendendosi necessario anche l'assorbimento dei crediti d'imposta virtuali, ma avrebbe una non trascurabile

implicazione transitoria, nella proposta AIPDT, derivante dal differimento del prelievo all'anno successivo a quello di conseguimento dei proventi, dovendosi attendere a tal fine la conclusione del periodo.

Rispetto alla proposta di tassazione del risultato realizzato di periodo, entrambi gli inconvenienti potrebbero essere mitigati dal mantenimento delle ritenute sui redditi di capitale, che sarebbero applicate a titolo di acconto dell'imposta annuale determinata *ex post*. Ovviamente, l'eventuale eccedenza delle ritenute subite rispetto all'imposta sostitutiva di periodo sarebbe riportabile e potrebbe essere oggetto di circolazione tra intermediari o regimi diversi.

Al pari di quanto ipotizzato per la tassazione sul maturato, per entrambe le proposte di tassazione del realizzato si potrebbe evitare l'applicazione a titolo d'imposta delle ritenute operate in forma indifferenziata da parte dell'emittente, tenuto conto che i redditi della specie sarebbero altrimenti esclusi dalla possibilità di compensazione con minusvalenze, perdite e spese.

In un sistema che attribuisca rilevanza generalizzata alle spese di produzione del reddito e consenta la compensazione di spese, minusvalenze e perdite con qualunque tipologia di provento finanziario, una tassazione applicata al realizzato *tout court*, senza correttivi, sarebbe comunque troppo difettosa: i contribuenti sarebbero infatti incentivati ad adottare strategie di gestione dei portafogli dilatorie del prelievo, anche mediante l'investimento in strumenti idonei, causando così non solo problemi nei flussi erariali, ma anche distorsioni rispetto all'efficiente allocazione dei capitali, al corretto funzionamento dei mercati e alla ortodossa concorrenza tra gli intermediari.

Né tali anomalie potrebbero trovare adeguata giustificazione nella finalità di favorire il risparmio a lungo termine. Come sostenuto dalla Prof.ssa Guerra nell'audizione parlamentare citata alla nota 3, lo sviluppo dei mercati secondari e le clausole di riscatto previste da molti strumenti finanziari a lunga scadenza (come le polizze assicurative) rendono di fatto liquida la quasi totalità degli investimenti, a prescindere dalla durata contrattuale. I contratti derivati, inoltre, consentono di realizzare sinteticamente la trasformazione delle scadenze. E infine, secondo quanto detto in precedenza, i portafogli finanziari vengono gestiti sempre più secondo una prospettiva unitaria, rivolta a massimizzare il rendimento in rapporto alla propensione al rischio dell'investitore e

all'orizzonte temporale soggettivo di riferimento. In tale contesto, gli investimenti (nominalmente) a lungo termine costituiscono solo uno strumento che, unitamente a molti altri, concorre al perseguimento del *trade off* desiderato tra rischio e rendimento. È quindi arbitraria l'assimilazione degli investimenti a lungo termine al risparmio previdenziale, nell'ambito del quale l'utilizzo delle risorse è fortemente vincolato e l'agevolazione fiscale ha lo scopo di incentivare il cittadino all'accettazione dei predetti vincoli *“con la finalità di garantire l'utilizzo del risparmio previdenziale a integrazione delle risorse del partecipante nell'età della vecchiaia”*.

In tale contesto, un equalizzatore “semplice” potrebbe rappresentare un correttivo idoneo a conciliare le esigenze di neutralità fiscale delle scelte di investimento con quelle di gestibilità da parte di intermediari e contribuenti e di compatibilità coi principi costituzionali.

Al riguardo, occorre ricordare che l'equalizzatore introdotto dalla riforma “Visco” (nell'art. 82, comma 9 del t.u.i.r., attuato poi dal d.m. 4 agosto 2000), pur essendo rivolto a perseguire la massima equità e neutralità fiscale, non solo risultava particolarmente complesso, come lamentato a più riprese dagli intermediari, ma nella sua declinazione operativa poteva determinare risultati iniqui, comportando il rischio di tassare una capacità contributiva solo virtuale, non corrispondente a redditi realmente conseguiti ⁽¹⁶⁾. Come evidenziato in dottrina (cfr. J. Alworth, G. Arachi e R. Hamaui, *What's Come to Perfection Perishes: Adjusting Capital Gains Taxation in Italy*, National Tax Journal, Vol. 56, No. 1, Part 2, pp. 197-219, 2003), pur essendo rivolto a realizzare le condizioni teoriche di perfetta neutralità fiscale del sistema finanziario (Vickrey, 1939, e Meade, 1978), il sistema partorito in Italia dalla riforma del 1997 era stato in parte tradito dalle successive scelte applicative.

In particolare, per quanto riguarda l'equalizzatore, si era perseguito l'obiettivo di una assoluta equivalenza di effetti con la tassazione del maturato, equivalenza che per le azioni quotate (il caso più diffuso e, nei suoi effetti, potenzialmente distorsivo) comportava: (1) l'accertamento delle quotazioni alla fine di ogni anno; (ii) il confronto con

¹⁶ La soppressione dell'equalizzatore fu decretata dal d.l. n. 350 del 2001 dopo che, con ordinanza n. 4971 depositata in cancelleria il 3 agosto del 2001, il TAR del Lazio ne aveva disposto in via cautelare la sospensione, in accoglimento di una domanda incidentale del Codacons, sul presupposto di una dubbia compatibilità coi principi costituzionali di uguaglianza e di capacità contributiva.

le quotazioni dell'anno precedente (o col costo di acquisto, se intervenuto in corso d'anno) al fine di determinare la plusvalenza o minusvalenza maturata in ciascun periodo; (iii) la capitalizzazione autonoma di ciascuna plusvalenza, in regime di capitalizzazione composta (utilizzando il tasso medio di rendimento netto dei titoli di Stato), fino alla data del realizzo; (iv) la possibilità di utilizzo delle minusvalenze solo per diminuire, fino a concorrenza, le plusvalenze successive prima di effettuare la loro capitalizzazione, senza che fosse ammessa la loro capitalizzazione autonoma; (v) la moltiplicazione di ciascuna plusvalenza capitalizzata per l'aliquota dell'imposta sostitutiva vigente al termine del rispettivo periodo di maturazione, scontando la quota di imposta relativa alla plusvalenza maturata nell'anno di realizzo, per il periodo mancante al 31 dicembre, al tasso annuale per la riscossione delle imposte (determinato ai sensi dell'art. 13 della l. 13 maggio 1999, n. 133); (vi) la somma algebrica dei prodotti come sopra determinati.

Si trattava, com'è evidente, di un meccanismo estremamente complesso e minuzioso (qui peraltro semplificato per finalità dialettiche), che nella sua ambizione equalizzatrice poteva prelevare imposte anche in presenza di risultati da realizzo negativi (ad es., quando fossero maturate plusvalenze nei primi anni di possesso e minusvalenze negli ultimi), esponendosi su tale presupposto ai dubbi di costituzionalità che costituirono il pretesto del suo (forse troppo) precipitoso accantonamento. Perché il principio era giusto, ma la sua attuazione richiedeva probabilmente una maggiore attenzione ai contribuenti in regime dichiarativo, che molto difficilmente avrebbero potuto applicare algoritmi così complessi e che forse si volevano indirizzare indirettamente verso il regime del risparmio amministrato, e un maggiore pragmatismo.

Una plausibile semplificazione dell'equalizzatore, in un sistema nel quale la contestuale tassazione del maturato (con le sue aberrazioni) non costituisca più il *benchmark*, potrebbe risiedere nella generalizzata adozione del criterio equalizzatore dettato dall'art. 2, comma 4 del d.m. 4 agosto 2000 per i titoli non quotati, nonché per i titoli o certificati atipici e per le obbligazioni e titoli similari. Nella sostanza, si tratterebbe di applicare la stessa formula di calcolo prevista per le azioni quotate ma ripartendo *pro rata temporis* la plusvalenza effettivamente realizzata nei periodi d'imposta di possesso, sul presupposto di una maturazione costante nel tempo. Tale soluzione eviterebbe la coesistenza nella formula di plusvalenze e minusvalenze e i paradossali effetti finanziari che possono

derivare dalla capitalizzazione delle prime e non delle seconde, e comunque di elementi di segno diverso.

Un'ulteriore semplificazione potrebbe essere rappresentata dall'applicazione alle quote annuali di plusvalenza di un'unica aliquota di imposta sostitutiva, ossia quella del periodo di realizzo, e dalla non applicazione del fattore di sconto di cui al precedente punto v) all'imposta relativa alla quota di plusvalenza maturata in tale periodo, non configurandosi più un cogente termine di raffronto nel versamento periodico dell'imposta sostitutiva che si verifica nella tassazione del maturato.

L'alternativa all'equalizzatore previsto dal decreto del 2000 per gli strumenti finanziari non quotati potrebbe essere un meccanismo ancora più semplice, basato sull'applicazione di appositi coefficienti graduati in funzione dei periodi interi di detenzione dello strumento finanziario secondo una logica di interesse composto.

Un equalizzatore semplificato richiederebbe comunque agli intermediari l'effettuazione di investimenti per l'adeguamento delle procedure informatiche e il sostenimento di oneri amministrativi per la gestione e il controllo dei nuovi adempimenti, ma si tratterebbe comunque di sforzi comparabili con quelli necessari per l'adozione del maturato. Inoltre, in un contesto fiscale reso più vantaggioso per i contribuenti da illimitate possibilità di compensazione delle minusvalenze, estese ai redditi di capitale, sarebbe ipotizzabile la traslazione economica di investimenti e oneri sui titolari dei rapporti di amministrazione e deposito che abbiano optato per il regime del risparmio intermediato.

Come già previsto dal d.m. del 4 agosto 2000, l'equalizzatore dovrebbe essere applicato alle attività finanziarie che possano dare origine a redditi diversi di natura finanziaria soggetti a imposta sostitutiva detenute per un periodo superiore a 12 mesi. Per realizzare una più compiuta neutralità fiscale delle scelte di portafoglio, tuttavia, l'equalizzatore andrebbe esteso a tutti i redditi di capitale che si manifestino attraverso flussi, non ricorrenti o cedolari, relativi a periodi superiori ai 12 mesi, come, ad es.: gli interessi impliciti degli *zero coupon bond*, i proventi di OICR a totale o parziale accumulazione, i proventi delle polizze vita. Con riguardo a queste polizze, come per l'ipotesi della tassazione sul maturato si renderebbe necessario eliminare l'imposta sulle riserve matematiche (che da quasi 20 anni *drena* rilevanti risorse finanziarie che, ove investite in impieghi fruttiferi, renderebbero più competitive le polizze vita). Il credito pregresso (il

cui ammontare dovrebbe attualmente aggirarsi sui 7/9 mld) continuerebbe ad essere utilizzato, fino a esaurimento, per il versamento delle ritenute e delle imposte sostitutive applicate sui rendimenti di dette polizze.

Pur non trovando particolari riscontri comparatistici, il correttivo dell'equalizzatore costituisce comunque il rimedio preferito dall'OCSE per risolvere il difetto di neutralità nelle scelte di investimento tra strumenti finanziari differenti, eventualmente semplificandone il meccanismo per ragioni pratiche ⁽¹⁷⁾.

Tra le proposte avanzate da FEBAF e AIPDT, la prima sembra assolutamente preferibile, poiché: eviterebbe problemi di provvista per gli intermediari e di discontinuità nel gettito erariale, non richiederebbe una complessa normativa transitoria per disciplinare il passaggio dall'attuale tassazione "per operazione" a quella periodica e infine consentirebbe, attraverso la conversione di minusvalenze, perdite e spese in un *bonus* fiscale, la loro compensazione figurativa con redditi soggetti ad aliquote di prelievo differenti.

Volendo preservare l'ipotesi di un sistema imperniato sulla centralità del portafoglio, che renda neutrale l'effettuazione delle scelte di investimento e disinvestimento anche

¹⁷ In particolare, nel suo studio "Taxation of Household Savings" del 2018, l'OCSE si esprime nei seguenti termini (cfr. p. 184 s.): "Part of the reason for the lack of neutrality across assets exhibited in many tax systems is the inherent difficulty in achieving it. Most countries adopt a broadly comprehensive or flat rate capital tax approach to taxing savings which involve taxing returns as they are earned. However, part of the return from many assets comes in the form of capital gains. To achieve neutrality, capital gains should be taxed identically to interest, dividends and other forms of income – i.e. as they accrue. However, gains are almost always taxed on a realisation basis due to the difficulty, particularly in thin markets, of determining and taxing gains as they accrue, as well as liquidity concerns. This deferral reduces the net present value of the tax as compared to accrual taxation so that an asset earning interest or dividends at the same rate will face a higher METR than an asset producing the same return as a capital gain. Furthermore, the deferral benefit actually creates incentives for taxpayers not to sell assets (a 'lock-in' effect), discouraging the efficient sale of assets that would have occurred in the absence of taxation. Concern over potential lock-in effects has led many countries to apply reduced rates on capital gains or to even exempt, for example, long-term capital gains. However, this pushes tax systems even further from achieving neutrality. Additionally, some countries do not impose a capital gains tax at all on the basis that these gains are different in nature to 'ordinary' income. Fundamental reform to the tax system – such as moving to a pure expenditure tax system (with no taxation of savings) – could eliminate the difficulty created by realization based capital gains taxation in achieving neutrality. However, an alternative option compatible with the broadly comprehensive and flat rate capital tax approaches adopted by most countries currently is to apply an interest adjustment to capital gains. Taxation would still occur on a realization basis alleviating asset pricing difficulties and liquidity concerns, but interest would also be charged on realization to approximate the net present value of accrual taxation. This would reduce deferral benefits and consequent lock-in effects, and move systems closer to neutrality. Practical implementation issues would need to be considered further regarding the introduction of an interest charge. For example, while the timing of gains across the total holding period is likely to be variable, it may be most practical to assume a smooth increase in asset value – resulting in some inaccuracy in net present value calculations."

rispetto ai canali e agli intermediari utilizzati, contrastando così rendite di posizione e inefficienze, pure in un sistema di tassazione basato sul realizzato si potrebbe introdurre una totale circolazione delle minusvalenze o dei *bonus* fiscali ad esse relativi. Lo stesso dicasi, ovviamente, per le spese di amministrazione del portafoglio che non abbiano ancora trovato compensazione con successivi redditi.

Inoltre, l'avversione al rischio che potrebbe derivare dalla limitata riportabilità temporale delle perdite (e dalla incerta recuperabilità dei connessi crediti d'imposta virtuali, con i conseguenti riflessi negativi sul costo del capitale) potrebbe essere contrastata, allo stesso modo che nella tassazione del maturato, eliminando il periodo quadriennale di utilizzo a favore di un riporto illimitato nel tempo.

Per rendere più ampie le possibilità di compensazione di redditi e componenti negativi nel regime del risparmio intermediato, come nel caso della tassazione sul maturato vi andrebbero compresi le disponibilità detenute in conto corrente o mediante altre forme non cartolarizzate di possesso della liquidità, nonché tutti gli strumenti finanziari suscettibili di produrre redditi di capitale attualmente esclusi dal risparmio amministrato, incluse le polizze finanziarie.

Per assicurare una maggiore neutralità e omogeneità del sistema, peraltro, si potrebbe estendere a questa ipotesi la proposta di unificazione dei regimi di tassazione basati sull'intervento degli intermediari, rinunciando alla tassazione del maturato anche per i contribuenti che intrattengano rapporti di gestione patrimoniale.

5.2.3 Conclusioni sulle modalità di tassazione

In conclusione, una generalizzata adozione della tassazione sul maturato sarebbe preferibile rispetto a qualunque sistema alternativo, in termini di omogeneità e neutralità del sistema di tassazione dei redditi finanziari, ma risulta poco compatibile con l'andamento discontinuo dei mercati finanziari, peraltro caratterizzato da cicli sempre più lunghi" (18). In periodi recessivi dei mercati, infatti, la tassazione del maturato fa emergere

¹⁸ A partire dal 1946, la durata media di un ciclo di borsa è stata di circa 2.000 giorni, ovvero circa 5 anni e mezzo, e si è ulteriormente allungata dagli anni '70, a circa 7 anni e mezzo. La durata media delle recessioni, ossia dei periodi di discesa del mercato, è stata di circa 400 giorni, cioè poco più di un anno, anche se gli ultimi cicli sono stati più lunghi, mediamente pari a circa un anno e mezzo.

cospicui crediti d'imposta virtuali, secondo quanto sperimentato anche in Italia da OICR e fondi pensione, dei quali nemmeno la circolazione delle perdite e la loro riportabilità illimitata nel tempo consentono di conseguire un recupero rapido e certo. Tali incertezze non solo possono comportare problemi equitativi, ma rischiano di riflettersi negativamente sul premio al rischio e sul costo del capitale.

Non possono peraltro essere sottovalutate le difficoltà poste dalla valutazione dei titoli non quotati, a meno che non se ne preferisca la valorizzazione al costo (creando però così inique asimmetrie di trattamento).

La tassazione del realizzato, generalizzata a sua volta per assicurare omogeneità al sistema, può assicurare una sostanziale neutralità solo se corretta da uno strumento che ponga in condizioni di equivalenza finanziaria il prelievo sui flussi reddituali di breve termine o periodici e quello sui flussi reddituali di lungo periodo. Tale equivalenza può essere conseguita mediante l'applicazione di un equalizzatore "semplice" - trattandosi di equalizzare non più e non tanto gli effetti finanziari della tassazione al realizzo con quella del maturato, ma solo del prelievo fiscale sugli investimenti di lungo termine rispetto a quelli a breve - che non si esponga a censure di incostituzionalità e possa adeguarsi alla sostanza economica delle operazioni, tassando solo redditi effettivamente conseguiti e rendendosi agevolmente applicabile sia dagli intermediari che dai contribuenti in regime dichiarativo.

La tassazione sul realizzato con equalizzatore, nel regime degli intermediari, dovrebbe preferibilmente essere applicata su ogni singola operazione, con l'attribuzione di un *bonus* fiscale in relazione a minusvalenze, perdite e spese.

5.3 Eliminazione della doppia imposizione economica sui proventi partecipativi e sui redditi di fonte estera

Un'altra questione da affrontare, secondo quanto detto in precedenza, è la doppia imposizione economica sugli utili societari e sui redditi di fonte estera.

L'attuale regime di doppia tassazione dei redditi partecipativi è infatti non solo iniquo, ma anche distorsivo rispetto alla neutralità del sistema, derivandone un pregiudizio sia alla scelta della società di capitali quale veicolo per l'attuazione di iniziative imprenditoriali, in confronto all'esercizio diretto dell'impresa o all'utilizzo di società di persone, sia alla capitalizzazione delle società di capitali, rispetto all'alternativa dell'indebitamento.

Sotto il primo profilo, come si può vedere dalle simulazioni riportate nella successiva Tab. 1, rileva che l'incidenza fiscale consolidata sui redditi delle società di capitali, tra società e socio, è sempre superiore a quella che si manifesterebbe nel caso di scelte organizzative alternative (come quelle della società di persone e dell'impresa individuale), che comportano l'imputazione diretta dei redditi dell'impresa al socio e che pertanto evitano strutturalmente la doppia imposizione economica.

Tabella 1

Partecipata black list 1^ esim.		Reddito
Società estera	lordo	100,00
	10% imposte	-10,00
	netto distribuibile	90,00
Socio Italia	cred. imposta	10,00
	imponibile	100,00
Aliqu. minima	23%	-23,00
	netto socio	77,00
Imposte consolid.	23%	23,00

Partecipata black list 1^ esim.		Reddito
Società estera	lordo	100,00
	10% imposte	-10,00
	netto distribuibile	90,00
Socio Italia	cred. imposta	10,00
	imponibile	100,00
Aliqu. max	43%	-43,00
	netto socio	57,00
Imposte consolid.	43%	43,00

Partecipata black list		Reddito
Società estera	lordo	100,00
	10% imposte	-10,00
	netto distribuibile	90,00
Socio Italia	imponibile	90,00
Aliqu. minima	23%	-20,70
	netto socio	69,30
Imposte consolid.	31%	30,70

Partecipata black list		Reddito
Società estera	lordo	100,00
	10% imposte	-10,00
	netto distribuibile	90,00
Socio Italia	imponibile	90,00
Aliqu. max	43%	-38,70
	netto socio	51,30
Imposte consolid.	49%	48,70

Attuale ITA		Reddito
Società	lordo	100,00
IRES	24%	-24,00
	netto distribuibile	76,00
Socio - imp. sostit.	26%	-19,76
	netto socio	56,24
Imposte consolid.	44%	43,76

Esenzione ITA aliquota minima		Reddito
Società	lordo	100,00
IRES	24%	-24,00
	netto distribuibile	76,00
Socio - imponibile	58,14%	44,19
Aliqu. minima	23%	-10,16
	netto socio	65,84
Imposte consolid.	34%	34,16

Esenzione ITA aliquota minima		Reddito
Società	lordo	100,00
IRES	24%	-24,00
	netto distribuibile	76,00
Socio - imponibile	58,14%	44,19
Aliqu. max	43%	-19,00
	netto socio	57,00
Imposte consolid.	43%	43,00

Come si può vedere dalle esemplificazioni mostrate in tabella, nella legislazione vigente una completa eliminazione della doppia imposizione economica – al pari di quanto conseguibile attraverso società di persone o imprese individuali - si raggiunge solo per gli utili derivanti da partecipate *black list* per le quali sia realizzata la cd. “prima esimente”, rappresentata dallo svolgimento di un’attività economica effettiva (cfr. art. 47-*bis*, comma 2, lett. a del t.u.i.r.).

Per tale fattispecie - regolata con l'imputazione degli utili al reddito complessivo del socio e il riconoscimento di un credito d'imposta indiretto in relazione alle imposte assolute dalla partecipata estera - qualunque sia il livello di tassazione applicato dalla partecipata estera (se, com'è dato presumere, inferiore o uguale al livello di tassazione applicato in Italia), il

reddito conseguito dal socio persona fisica è inciso dalla sola imposta personale progressiva. Nelle ipotesi considerate, di un'aliquota marginale corrispondente rispettivamente all'aliquota minima (del 23%) e a quella massima (del 43%), l'aliquota marginale IRPEF rappresenta infatti (sempre e comunque) la complessiva incidenza fiscale sui redditi percepiti dal socio.

Una sostanziale, anche se incompleta, eliminazione della doppia imposizione si ottiene anche per gli utili derivanti da altre partecipate *black list*, che, nell'ipotesi di una tassazione estera al 10%, transitando verso il socio italiano sopportano rispettivamente un'incidenza fiscale compresa tra il 31%, con l'aliquota marginale minima, e il 49%, con l'aliquota marginale massima.

Invece, per gli utili derivanti dalla partecipazione in società residenti, nel vigente regime di imposizione sostitutiva al 26% l'incidenza fiscale complessiva è sempre pari al 44%, determinando una gravosa doppia tassazione sui redditi ad aliquota marginale IRPEF più bassa.

Nel previgente sistema di parziale esenzione/esclusione dal reddito, con una percentuale di abbattimento della quota imponibile (che nell'ultima versione era pari al 58,14%) parametrata all'aliquota massima dell'imposta personale, si raggiungeva un'incidenza fiscale complessiva dei redditi partecipativi pari al 43% per i soci assoggettati a tale aliquota marginale, decrescente fino al 34% per i soci assoggettati all'aliquota marginale minima.

Come si può vedere dalle simulazioni proposte, quindi, mentre per i soci soggetti all'aliquota marginale massima l'incidenza fiscale del prelievo sui redditi partecipativi è sostanzialmente allineata nelle quattro ipotesi considerate, si registrano notevoli differenze al decrescere dell'aliquota marginale. Per i soci soggetti all'aliquota marginale minima, l'incidenza fiscale sui redditi partecipativi risulta, rispettivamente: (i) del 23% con il sistema del credito d'imposta indiretto; (ii) del 34% con il sistema dell'esenzione; (iii) del 44% col vigente sistema di completa doppia imposizione economica, col paradosso di tassare molto più favorevolmente i redditi derivanti da partecipazioni *black list*.

Sotto il secondo profilo di indagine, della neutralità nella scelta delle forme di impiego del capitale, non sono nemmeno necessarie esemplificazioni per dimostrare la sperequazione

fiscale esistente tra il rendimento degli investimenti partecipativi, indeducibili ai fini IRES e soggetti all'imposta sostitutiva del 26%, e quello dei tipici strumenti di debito, soggetti all'imposta sostitutiva del 26% ma comunque deducibili ai fini IRES. Il confronto potrebbe essere riportato in equilibrio dall'applicazione dell'ACE (ripristinata dalla legge di bilancio 2020, dopo l'effimera esperienza della cd. "mini IRES"), ma l'attuale rendimento figurativo del capitale investito, fissato all'1,3%, per la gran parte delle imprese (specie PMI) risulta troppo basso rispetto al costo effettivo del debito, sia verso i soci che verso il sistema bancario.

Arrivati a questo punto, appare comunque evidente che la ricerca della neutralità non può, nel caso degli investimenti partecipativi, conciliare un obiettivo di equilibrio fiscale nella scelta delle forme organizzative dell'impresa e nella scelta delle forme di finanziamento allo stesso tempo.

Se si privilegiasse la prima prospettiva, si potrebbe considerare, almeno per dividendi e plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate - in quanto idealmente surrogatorie dell'esercizio diretto dell'impresa e maggiormente suscettibili di sopportare aggravii gestionali -, la possibilità di tornare a un regime di inclusione nel reddito complessivo e di eliminare la doppia imposizione economica con uno strumento che renda il più possibile equivalente il risultato della tassazione consolidata tra società e socio con quello che il socio sopporterebbe in caso di svolgimento dell'attività in proprio o tramite società di persone.

Al riguardo si possono ipotizzare diverse soluzioni (e combinazioni di alternative, nel trattamento di dividendi e plusvalenze), che si risolvono in:

- tassazione integrale con credito d'imposta indiretto;
- tassazione con credito d'imposta diretto, equivalente all'aliquota nominale applicata dalla società partecipata;
- esenzione, in una percentuale tale da neutralizzare le imposte applicate a monte sulla società partecipata per uno degli scaglioni reddituali in cui è articolata la tassazione delle persone fisiche;
- combinazioni delle soluzioni precedenti differenziate tra dividendi e *capital gain*.

Nell'ambito di tali alternative, appare preferibile una risoluzione della doppia imposizione economica basata sulla concessione ai soci di un credito d'imposta diretto sui dividendi e sulle plusvalenze, commisurato all'imposta derivante dall'applicazione dell'aliquota nominale IRES all'utile lordo distribuito (¹⁹). In base alla vigente aliquota IRES del 24%, la misura del credito d'imposta che ripristinerebbe presso il socio l'utile lordo tassato in capo alla partecipata sarebbe del 31,579%. In definitiva, tale ipotesi determinerebbe un risultato equivalente a quello di un'esenzione graduata in funzione dell'aliquota marginale applicabile in capo al socio percipiente.

Ovviamente, anche la soluzione del credito d'imposta diretto non sarebbe immune da problemi.

Innanzitutto, si ribalterebbero sul socio gli effetti positivi di eventuali agevolazioni concesse alla partecipata sotto forma di esenzioni o crediti d'imposta, ACE compresa. Tale conseguenza potrebbe essere ragionevole e accettabile, non risultando più possibile la

¹⁹ Il riconoscimento di un credito d'imposta indiretto commisurato alle imposte sul reddito sostenute dalla partecipata sugli utili distribuiti - ovvero, nel caso di plusvalenze, durante il periodo di possesso della partecipazione (al netto di quelli accreditati a fronte degli utili distribuiti) - si risolverebbe in un'equiparazione del trattamento fiscale dei redditi partecipativi conseguiti da persone fisiche a quello previsto per i soci di partecipate *black list*.

Tale soluzione comporterebbe tuttavia notevoli inconvenienti. Innanzitutto, complicherebbe notevolmente la gestione fiscale degli investimenti partecipativi non di controllo, sia per la necessità di conoscere, in sede dichiarativa, le imposte assolte dalla partecipata in relazione ai dividendi distribuiti e agli utili sottostanti alle plusvalenze realizzate dal socio, sia per la difficoltà nell'effettuare le necessarie valutazioni comparative di convenienza, in sede di investimento e disinvestimento, sulla base degli effetti netti delle operazioni considerate, sia per l'intrico che il Fisco dovrebbe dipanare nello svolgimento delle attività di accertamento. Per non parlare poi dell'effetto dissuasivo sulla propensione degli investitori all'immissione di capitale nelle società partecipate che potrebbe derivare sia dall'introduzione di complesse procedure fiscali per la determinazione e gestione del credito d'imposta indiretto, sia dalla presumibilmente accentuata tassazione sulle plusvalenze, tenuto conto che i prezzi delle partecipazioni riflettono, oltre a (e più che) gli utili non distribuiti, già tassati in quanto conseguiti, una stima degli utili futuri, seppur attualizzati, che non sono ancora stati sottoposti a tassazione.

Un altro problema non trascurabile sarebbe rappresentato dal carattere asistemico del credito d'imposta indiretto, che comporterebbe forse insuperabili problemi all'interno delle catene partecipative. Rileva al riguardo che, col sistema vigente in Italia, nelle catene societarie la doppia imposizione economica è risolta col metodo dell'esenzione, di modo che le società partecipanti non conoscono né sono tenute a memorizzare le imposte assolte dalle partecipate, in relazione alle quote partecipative possedute. D'altra parte, un adeguato funzionamento del credito d'imposta indiretto imporrebbe di considerare anche le imposte assolte ai livelli inferiori della catena partecipativa, quando i relativi utili abbiano concorso a formare un risultato economico delle società partecipanti che sia stato poi distribuito ai soci persone fisiche o comunque da queste realizzato mediante atti dispositivi.

Dell'eliminazione della doppia imposizione economica basata sul criterio dell'esenzione si è in parte già detto. Sarebbe una soluzione di relativamente semplice applicazione, coerente con quella adottata per i redditi societari ma molto penalizzante per i contribuenti assoggettati ad aliquote marginali inferiori a quella massima, a meno che non si voglia collocare la percentuale di abbattimento del reddito partecipativo a un livello corrispondente a un'aliquota intermedia tra quella minima e quella massima.

strumentalizzazione degli investimenti societari verso impieghi produttivi di redditi esenti per trasmettere ai soci utili non tassati ma assistiti dal credito d'imposta, come avveniva negli anni '80 con gli interessi sui titoli di Stato. Se così si ragionasse, potrebbe essere evitata l'introduzione di uno strumento correttivo come la maggiorazione di conguaglio di antica memoria, considerata anche la possibilità di rendere operanti i presidi antiabuso *medio tempore* introdotti nel nostro ordinamento.

In secondo luogo, si renderebbe necessaria una soluzione per i redditi derivanti da partecipate estere. Considerato che, per le partecipate soggette a un livello nominale di tassazione inferiore al 50% di quello italiano (tenendo conto anche di eventuali regimi speciali), si renderebbero applicabili le norme relative ai dividendi e alle plusvalenze *black list*, si potrebbe assimilare il livello di tassazione estera a quello nazionale, utilizzando la stessa misura del credito d'imposta accordato per le partecipazioni in società italiane.

L'altra prospettiva della neutralità, relativa alla scelta tra le forme di finanziamento delle società, richiede una riflessione sulla funzione dell'ACE, secondo quanto anticipato.

Per avere neutralità fiscale tra strumenti di capitale e strumenti di debito, sul presupposto che la relativa remunerazione è ugualmente tassata al 26% in capo ai privati, sarebbe necessario non tanto che la remunerazione del capitale divenga *tout court* deducibile in capo alla società erogante, al pari degli interessi sul debito, quanto piuttosto che, a parità di ammontare della provvista, sia resa deducibile *solo* una somma pari agli interessi che figurativamente sarebbero stati sostenuti sulla provvista in forma di finanziamento. Ciò in quanto la provvista in forma di finanziamento, se la leva finanziaria è positiva (com'è dato presumere su un presupposto di razionalità delle scelte imprenditoriali), dovrebbe determinare un aumento dell'EBIT almeno pari al servizio del debito e, per l'eccedenza rispetto a quest'ultimo, andrebbe comunque a remunerare il rischio imprenditoriale e, di conseguenza, il capitale ⁽²⁰⁾.

²⁰ In base alla formula di Modigliani-Miller, è conveniente finanziare nuovi investimenti dell'impresa, ricorrendo al capitale o al debito, fino a che il costo marginale del capitale e/o del debito restano inferiori al ROE. Perciò, in una condizione di equilibrio, costo marginale del capitale, costo marginale del debito (a medio lungo termine ovviamente) e ROE dovrebbero coincidere. Il costo del capitale dipende ovviamente anche dalla variabile fiscale e da come incide gli utili netti conseguibili dagli azionisti. Perciò, evidentemente, incrementare la deduzione ACE incentiverebbe comunque l'immissione di capitale, rendendo appetibile un livello più basso di ROE o rendendo preferibile il ricorso al finanziamento solo a livelli più bassi di costo marginale. In ogni caso, il nostro sistema finanziario è molto lontano dai "mercati perfetti" ai quali fanno riferimento le teorie della finanza aziendale. In particolare, nelle società a ristretta base azionaria (che rappresentano la grandissima parte del nostro tessuto

Perché l'ACE assolva a un'effettiva funzione incentivante degli impieghi in forma di capitale sarebbe quindi necessario equiparare la remunerazione figurativa del capitale investito a quella del debito. Altrimenti, se la bilancia del vantaggio fiscale pende a favore del debito, le scelte di immissione di capitale saranno sempre indotte da altre motivazioni, rispetto alle quali l'ACE risulterà tutt'al più un gradito ma irrilevante (ai fini decisionali) *plus*.

Su tali premesse, un'indifferenza fiscale perfetta tra capitale e debito sarebbe conseguibile non tanto e non solo elevando l'aliquota ACE rispetto all'attuale misura dell'1,3%, ma soprattutto differenziandola soggettivamente in funzione del soggettivo costo del debito. La configurazione di costo del debito più idonea ai fini della neutralità sarebbe rappresentata dal costo marginale, ossia dalla remunerazione che la società dovrebbe offrire a controparti terze per ogni euro addizionale di debito, trattandosi di quella che si pone in alternativa diretta e concreta all'apporto di mezzi propri. Il costo marginale del debito di un'impresa sarebbe tuttavia un parametro non verificabile e comunque di difficile calcolo. Su tale presupposto, sempre in una prospettiva di differenziazione individuale dell'ACE ma mediandola con esigenze di gestibilità (oltre che verificabilità e certezza applicativa), sarebbe preferibile considerare un costo medio, basato sulla provvista già raccolta e determinato come rapporto tra gli oneri finanziari relativi a debiti di finanziamento verso banche e prestiti obbligazionari e la somma di debiti di finanziamento verso banche e prestiti obbligazionari, trattandosi di dati desumibili dalla nota integrativa e comunque di agevole calcolo. Ovviamente, anche per evitare manipolazioni e abusi, andrebbero esclusi gli oneri finanziari e l'indebitamento verso parti correlate.

Se anche questo parametro (quello del costo medio soggettivo dell'indebitamento) fosse considerato troppo differenziato e volatile, per perseguire comunque un obiettivo di tendenziale indifferenza fiscale tra nuovo capitale e nuovo debito sarebbe quanto meno

imprenditoriale), le possibilità di immissione di capitale incontrano un limite nella capacità patrimoniale del soggetto economico e quelle di indebitamento nella contingente propensione al rischio del sistema bancario e nel divieto dei tassi usurari. Se la capacità patrimoniale dell'imprenditore è scarsa rispetto alle necessità dell'impresa, il ricorso al debito per finanziarne il funzionamento e la crescita è necessitato. Se le disponibilità patrimoniali del soggetto economico sono sovrabbondanti, e tali da garantire qualunque ricorso al debito senza influenzarne il costo marginale (cosa che ricorre in quasi tutte le imprese redditizie), il *trade-off* tra capitale e debito diventa quasi esclusivamente basato sul trattamento fiscale e il costo (reale o figurativo) rilevante ai fini della deduzione fiscale non può che essere quello del debito.

necessario che l'aliquota ACE rifletta, oltre al rendimento del capitale privo di rischio, un premio al rischio medio, riscontrabile sul mercato, possibilmente distinto per settore di appartenenza e/o per classe dimensionale.

In definitiva, quindi, la soluzione più confacente all'obiettivo di rendere fiscalmente neutrale l'investimento in strumenti di capitale e strumenti di debito sarebbe quella di modificare la disciplina ACE commisurando la remunerazione figurativa del capitale investito al costo del debito comprensivo del premio al rischio.

A questo punto, si pone il problema di stabilire una priorità tra le due accezioni di neutralità che possono rilevare ai fini del trattamento fiscale dei redditi partecipativi. Considerato che le scelte di carattere organizzativo appaiono influenzate in misura determinante da considerazioni riguardanti l'apertura della compagine agli apporti di capitale di terzi e l'estensione della responsabilità patrimoniale e reputazionale dei soci, oltre che da questioni di immagine nei confronti degli altri *stakeholders*, rispetto alle quali la perfetta neutralità fiscale sembra configurarsi come variabile secondaria, si reputa di gran lunga preferibile il perseguimento di una neutralità fiscale tra le forme di finanziamento delle imprese, in linea peraltro con i recenti sviluppi della politica fiscale italiana. In ogni caso, nella proposta avanzata di adeguamento della remunerazione figurativa ACE al costo medio del capitale di finanziamento, non solo la doppia imposizione dei redditi partecipativi sarebbe almeno parzialmente eliminata, peraltro a beneficio di tutti i soci e non solo di quelli "qualificati", ma si riporterebbe su un piano di maggiore equilibrio il confronto tra la tassazione ordinaria degli investimenti partecipativi e quella relativa alle partecipazioni *black-list*, che non beneficiano dell'ACE.

Un intervento sull'ACE come quello ipotizzato potrebbe risultare sufficiente a contrastare la sottocapitalizzazione in ambito nazionale, consentendo quindi di indirizzare l'indeducibilità degli interessi passivi *ex art. 96 t.u.i.r.* al contrasto della pianificazione fiscale dei gruppi internazionali, mediante la quale l'indebitamento viene concentrato sulle società situate in ordinamenti che applicano un livello di tassazione più elevato. In tale direzione orientano sia l'Action 4 pubblicato dall'OCSE in relazione al progetto BEPS, sia la stessa direttiva UE 2016/1164 del 12 luglio 2016 (cd. "direttiva ATAD"), che all'art. 4, par. 5, lett. a) prevede per gli Stati la facoltà di riconoscere alle società appartenenti ai gruppi la deducibilità integrale degli oneri finanziari "qualora sia in grado di dimostrare

che il rapporto tra il capitale proprio e i suoi attivi totali è pari o superiore al rapporto equivalente del gruppo”.

Esula da questa proposta il tema della doppia tassazione dei redditi societari all'interno dei gruppi d'impresa, che pure tende a influire sulle scelte organizzative riguardanti le attività economiche. In tale ambito, i dividendi derivanti da partecipazioni in società del gruppo sono imponibili ai fini IRES per il 5% e non è riconosciuta alcuna neutralizzazione degli effetti reddituali delle operazioni infragruppo, nemmeno nell'ambito del consolidato fiscale nazionale, i cui benefici si limitano alla possibilità di compensare risultati positivi e negativi, eccedenze ACE ed eccedenze di interessi passivi rispetto al massimo individualmente deducibile.

In sostanza, si tratta una aggregazione di risultati imponibili individualmente dichiarati, consentita ai soli fini della liquidazione dell'imposta, da parte di entità che mantengono la soggettività passiva ai fini del tributo societario. Tale aggregazione è stata peraltro amputata – dalla legge finanziaria per il 2008 - dei correttivi introdotti nella riforma del 2003 (detassazione completa dei dividendi, neutralizzazione di alcune operazioni infragruppo) per rendere completamente neutrale la scelta del modello organizzativo dei gruppi, su un presupposto di unicità del soggetto economico ⁽²¹⁾, rinvenendovi impropriamente una finalità agevolativa che già con la compensazione di utili e perdite poteva considerarsi adeguatamente perseguita ⁽²²⁾.

Considerato che il (solo) parziale trasferimento di posizioni tributarie soggettive dalle controllate alla consolidante, senza un consolidamento della soggettività tributaria passiva, ha sollevato finora non pochi problemi procedurali, specie sul piano delle responsabilità e nell'ambito dell'accertamento, a maggior ragione quando la controllante abbia aderito all'adempimento collaborativo, andrebbe considerata la possibilità di

²¹ La relazione allo schema di decreto legislativo che attuò la riforma indicava, fra gli obiettivi dell'introduzione del regime di tassazione consolidata, proprio quello di *“superare le complessità fiscali che derivano da operazioni (fusioni, scissioni, ecc.) poste in essere dai «gruppi» per compensare i risultati positivi e negativi delle diverse società che compongono il «gruppo» stesso”,* e proseguiva affermando che: *“L'introduzione del consolidato fiscale contribuisce ... a tenere distinti comportamenti chiaramente «patologici», perché miranti ad eludere in maniera artificiosa il pagamento delle imposte, da comportamenti che invece sono «fisiologici» per la vita del gruppo perché riconducibili all'unitarietà del soggetto economico, favorendo, nel contempo, l'espansione aziendale”.*

²² La relazione illustrativa al disegno di legge finanziaria per il 2008, abrogativa come detto delle rettifiche di consolidamento, argomentava come: *“l'accesso al regime di consolidamento rappresenti un beneficio in sé e che, dunque, non siano strettamente necessari ulteriori benefici per incentivare l'applicazione di una disciplina già di per sé agevolativa”.*

introdurre anche ai fini IRES una soggettività passiva unitaria del gruppo, come quella già prevista per il gruppo IVA, eventualmente facendo derivare l'imponibile dal bilancio consolidato (in analogia con quanto stabilito nella proposta di direttiva UE "CCCTB", sulla determinazione di una base imponibile comune consolidata). Tale soluzione è peraltro quella più diffusa tra i Paesi che prevedono forme di consolidamento fiscale (modello della "*fiscal unit*") (23).

Nel caso dei redditi finanziari di fonte estera, l'eliminazione della doppia tassazione appare molto più agevole e univoca, potendo essere risolta mediante l'attribuzione di un credito per imposte estere a valere sull'imposta sostitutiva.

5.4 Il problema dell'aliquota

L'adozione di un modello di *dual income tax*, come detto ampiamente diffuso in ambito internazionale, richiede che la tassazione di tutti i redditi derivanti direttamente o indirettamente dagli impieghi del capitale (redditi finanziari, redditi immobiliari e redditi d'impresa) sia di tipo proporzionale, allineata all'aliquota dell'imposta sulle società e alla minor aliquota dell'imposta progressiva sui redditi delle persone fisiche (cfr. N. Branzoli *et al.*, *The taxation of savings: the Italian system and international comparison*, in Quaderni di Economia e Finanza, n. 464, Roma, 2018, nota 36). Tale auspicio di allineamento ha l'evidente finalità di assicurare neutralità nella tassazione delle varie forme di impiego del capitale.

In Italia, invece, l'aliquota ordinaria dell'imposta sostitutiva applicabile sui redditi finanziari è non solo elevata, anche in considerazione del cospicuo prelievo patrimoniale derivante dall'imposta di bollo sulla ricchezza finanziaria (cfr. par. 2), ma per di più divergente sia rispetto alle aliquote speciali applicabili nell'ambito della tassazione del risparmio (coi casi più macroscopici rappresentati dai titoli pubblici, dal risparmio postale, dal risparmio previdenziale e dai PIR), sia rispetto alle altre aliquote di

²³ Rientra nel tipo della *fiscal unit* anche il modello tedesco dell'*Organschaft*, disciplinato dagli articoli da 14 a 17 del *Körperschaftsteuergesetz*, che richiede un basso grado di controllo finanziario ma enfatizza la l'integrazione economica e direzionale, configurando le società controllate ("*Organgesellschaft*") come "organi" della controllante ("*Organträger*").

riferimento, rappresentate da: (i) il 23% applicabile al primo scaglione dell'IRPEF (che però in concreto risulta incrementato delle maggiorazioni comunali e regionali); (ii) l'aliquota ordinaria IRES, attualmente pari al 24%; (iii) la cedolare secca sui canoni di locazione immobiliare, pari al 10% o al 21% .

In tale composito contesto, il perseguimento della neutralità fiscale richiederebbe la convergenza delle aliquote verso una misura unica, che potrebbe essere rappresentata dal 23% o dal 24% e che dovrebbe estendersi alla tassazione del risparmio postale, considerato che le attività di bancoposta si pongono in diretta concorrenza con quelle degli altri intermediari finanziari.

Più delicata è la questione dell'aliquota sui proventi derivanti dai titoli pubblici, il cui incremento potrebbe risultare dissuasivo rispetto all'investimento diretto o indiretto dei privati (ma non delle imprese e dei non residenti, compresi gli OICR, considerato che la condizione di *lordisti* renderebbe la loro propensione all'investimento in titoli di Stato insensibile all'entità della ritenuta).

La finalità dell'agevolazione - incentivare il finanziamento del debito statale - sembra in generale confliggere con la scarsa propensione dei privati a effettuare direttamente investimenti della specie, essendo ormai molto bassa la quota di obbligazioni pubbliche detenuta direttamente da famiglie (intorno al 5%, che sale a circa il 20% se si considerano anche i titoli pubblici detenuti indirettamente tramite fondi comuni, fondi pensione e polizze vita) e potendosi presumere non particolarmente apprezzabile, ai fini delle scelte di investimento, la riduzione del prelievo applicata sui proventi della specie conseguiti indirettamente tramite OICR residenti ed equiparati, non essendone preventivamente nota l'entità.

Dovrebbe senz'altro essere mantenuto, al contrario, un trattamento di favore per il risparmio previdenziale.

Nell'ambito previdenziale l'utilizzo delle risorse è fortemente vincolato, con la finalità di garantire l'utilizzo del risparmio a integrazione delle risorse del partecipante nell'età della vecchiaia, e l'agevolazione fiscale ha lo scopo di incentivare il cittadino all'accettazione dei predetti vincoli.

A differenza degli OICR, i rendimenti degli investimenti finanziari dei fondi pensione sono ancora tassati a monte, annualmente, sul risultato economico generato dalla gestione dei contributi versati e del patrimonio finanziario preesistente. L'aliquota del prelievo sul risultato maturato è stata nel tempo elevata dall'11% al 20%, applicabile a decorrere dal 2014. I contributi ai fondi pensione sono deducibili (seppur entro certi limiti), risultando comunque tassate le corrispondenti erogazioni (per le prestazioni maturate a partire dal 2007, erogate sia sotto forma di capitale che di rendita, si applica una tassazione proporzionale ad aliquote variabili tra il 9% e il 15%), anche se con un significativo *tax deferral* rispetto alla deduzione dei contributi versati.

Tuttavia, nonostante tali agevolazioni fiscali e nonostante la devoluzione ai fondi pensione del TFR, a fine 2018 le attività dei fondi pensione italiani in rapporto al PIL risultavano pari al 7,6%, rispetto al 171% dei Paesi Bassi, al 104,5% del Regno Unito, al 76,3% degli Stati Uniti e al 28,2% del Giappone (Fonte: OCSE, *Pension Funds in Figures*, 2019).

Se tuttavia gli andamenti della raccolta evidenziano l'opportunità di mantenere obiettivi di potenziamento del cd. "secondo pilastro", riconoscendo una peculiare meritevolezza agli investimenti di natura previdenziale rispetto a quelli di tipo finanziario, sembra utile una riflessione sul vigente regime di tassazione in termini di equilibrio tra le sue componenti. In particolare, la tassazione annuale del maturato comporta riduzioni dei tassi di rendimento nella fase di accumulazione, che possono incidere negativamente sulla raccolta. Una riduzione di questa componente potrebbe essere eventualmente riequilibrata rivedendo in aumento la tassazione delle prestazioni.

La legge di bilancio 2017 (n. 232 del 2016) ha introdotto un regime di fortissima agevolazione, cioè di esenzione, su redditi di capitale e redditi diversi di natura finanziaria (non relativi a partecipazioni qualificate) derivanti dagli investimenti effettuati nell'ambito di piani individuali di risparmio a lungo termine ("PIR") - tenuti a rispettare requisiti di composizione e concentrazione del portafoglio e di durata -, prevedendo inoltre l'esenzione di tali investimenti ai fini dell'imposta di successione. La disciplina è stata successivamente oggetto di importanti modifiche e integrazioni con il d.l. n. 50 del 2017, con la legge di bilancio 2018 (n. 205 del 2017), con il d.l. n. 124 del 2019 e, infine, con l'art. 136 del "decreto Rilancio" (d.l. n. 34 del 2020).

Come nel caso del risparmio previdenziale, la *ratio* dell'agevolazione accordata ai PIR è quella di rendere appetibile ai risparmiatori una forma di impiego fortemente vincolata, poiché rivolta a “indirizzare il risparmio delle famiglie verso gli strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate sul territorio italiano, per le quali maggiore è il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente è l'approvvigionamento mediante il canale bancario”. Si tratterebbe, nella sostanza, di compensare la scarsa propensione dei risparmiatori all'investimento nel capitale di rischio delle imprese italiane in generale, e delle PMI in particolare, oltretutto con un significativo vincolo temporale di immobilizzo, anche se temperato dalla possibilità di disinvestire e reinvestire le somme immobilizzate. Come si vedrà, tuttavia, tale obiettivo è stato solo minimamente conseguito, in un contesto nel quale gli unici attori particolarmente avvantaggiati dall'agevolazione sono stati gli intermediari finanziari e gli *asset manager*.

Nella prima versione dei PIR, che ha avuto un notevole successo commerciale, i principali vincoli erano costituiti da: una durata almeno quinquennale; la costituzione presso intermediari abilitati; un investimento annuo non superiore a 30.000 euro, con un massimo cumulato di 150.000 euro; l'investimento di una quota pari almeno al 70%, per almeno 2/3 dell'anno, in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi o stipulati da imprese residenti in Italia (o in Stati UE, ma comunque svolgenti attività stabile in Italia); un investimento pari almeno al 21% in strumenti finanziari di imprese non inserite nell'indice Ftse MIB della Borsa italiana (o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati); il divieto di investire oltre il 10% dei valori su strumenti dello stesso emittente.

La legge di bilancio 2019, con l'obiettivo di canalizzare parte delle risorse destinate ai piani di risparmio verso il finanziamento delle piccole e medie imprese, introdusse nella disciplina PIR due ulteriori condizioni:

- l'investimento del 3,5% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da PMI e ammessi ai sistemi multilaterali di negoziazione (dunque, sull'AIM o su mercati analoghi, tipo l'ExtraMot Pro per le obbligazioni);
- l'investimento di un altro 3,5% in quote o azioni di fondi per il *venture capital*.

Quest'ultimo requisito, che aveva sostanzialmente dissuaso la raccolta, è stato poi rimosso dal decreto Rilancio del 2020, che ha inoltre introdotto i cd. “PIR “alternativi”, cumulabili

coi PIR ordinari, parimenti esenti ma con limiti di investimento molto più elevati (il loro plafond di versamento annuo è infatti di 150.000 euro, mentre quello complessivo è di 1,5 milioni). Tali differenti limiti si giustificano in ragione della diversità dei vincoli nella composizione del portafoglio, in quanto almeno il 70% del valore deve essere impiegato in strumenti finanziari emessi da imprese non inserite negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap della Borsa italiana (o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati), ovvero in prestiti erogati alle predette imprese o in crediti delle medesime imprese, con un limite di concentrazione per emittente del 20%.

Al fine di rilanciare gli investimenti in PIR, i commi da 219 a 226 della legge di bilancio 2021 appena approvata hanno infine previsto il riconoscimento di un credito d'imposta pari alle perdite, alle minusvalenze e ai differenziali negativi derivanti dai piani costituiti a partire dal 1° gennaio 2021 e in relazione agli investimenti effettuati entro l'anno. Il credito d'imposta, che va utilizzato in 10 anni, non concorre alla formazione del reddito e non può eccedere il 20% delle somme investite.

L'agevolazione fiscale dei PIR non è un'iniziativa isolata dello Stato Italiano. Nell'ambito della survey OCSE "Taxation of Household Savings", di cui si è già detto, è stata rilevata l'istituzione di tax-favoured savings account in 17 dei 40 paesi del campione. Le condizioni di accesso a tali piani di risparmio sono variegatae, seppur nella comune finalità di agevolare il risparmio a lungo termine, così come sono variegati i contenuti dell'agevolazione, che si concretizzano in molti casi nell'applicazione di aliquote agevolate o nel differimento del tributo al momento del prelievo dei fondi, più che nell'esenzione.

Nella fase immediatamente successiva alla loro introduzione nell'ordinamento italiano, i PIR hanno registrato un enorme successo di raccolta, in gran parte dovuto alla forte motivazione degli intermediari per la possibilità di canalizzare nuovi flussi di investimento verso il risparmio gestito, utilizzando come forte (e spesso sostanzialmente unico) argomento di persuasione il favorevolissimo trattamento fiscale, migliore di quello riscontrabile in quasi tutti i *comparable* esteri.

Secondo stime Assogestioni, a fine 2018 oltre 880 mila investitori italiani avevano sottoscritto fondi PIR italiani (incluso i PIR esteri, si arrivava al milione di risparmiatori), numero di gran lunga superiore alle previsioni governative (che stimavano in 180.000 i piani attivati alla fine del 2018). A fine dicembre 2019, il

patrimonio dei fondi aperti *PIR compliant* si attestava a quasi 19 miliardi di euro, rispetto ai 23 miliardi investiti complessivamente in PIR.

Nel solo 2017, primo anno di operatività dell'agevolazione, furono investiti in fondi PIR quasi 16 miliardi, corrispondenti all'11% della raccolta netta dell'intera industria italiana del risparmio gestito. Di questi, secondo una ricerca di CFO Sim, solo l'1% è arrivato all'economia reale, essendo stata la quasi totalità dei versamenti investita in strumenti quotati acquistati sul mercato secondario.

Oltre che per il notevole favore fiscale, i PIR italiani sono caratterizzati dalla forte riluttanza manifestata dagli intermediari alla costituzione di PIR "fai da te" da parte dei risparmiatori, limitandone le possibilità di investimento ai prodotti di risparmio gestito, gravati da commissioni di gestione molto elevate (in media, per quanto riscontrato tra i fondi PIR, il 2% annuo), come tali suscettibili di depauperare i proventi in misura molto superiore rispetto al valore dell'incentivo fiscale.

D'altra parte, l'elevata percentuale di investimento minimo sul mercato italiano, che negli ultimi due decenni è risultato il peggiore al mondo, e più in generale le rigidità nelle politiche di impiego (che pregiudicano non solo la diversificazione territoriale ma anche la possibilità di utilizzare la leva della liquidità, fondamentale nella gestione delle fasi congiunturali avverse) hanno pesantemente penalizzato le *performance*, già depauperate dalle ingenti commissioni di gestione, di modo che i PIR finora istituiti hanno prevalentemente distrutto ricchezza finanziaria. Né un orizzonte temporale quinquennale appare sufficiente ad assicurare prospettive di recupero, rispetto alla sempre più lunga durata dei cicli economici e di borsa.

Su tali presupposti, parrebbe opportuno guardare con più attenzione alle esperienze estere. In Francia e Regno Unito, ad esempio, dove i PIR sono nati, non si riscontra una sostanziale riserva di attività a favore del risparmio gestito e non sono previsti limiti di concentrazione territoriale degli investimenti così stringenti. Potrebbe quindi essere considerata la possibilità di abbassare la percentuale di concentrazione territoriale minima, imponendo per converso un maggior ricorso al mercato primario in fase di investimento; o, altrimenti, di scindere l'agevolazione del risparmio a lungo termine dall'obiettivo di favorire l'afflusso di capitali alle PMI, graduando nei due casi il favore fiscale in funzione della diversa meritevolezza dell'interesse perseguito. Sarebbe inoltre

ragionevole creare le condizioni perché l'agevolazione fiscale non si risolva (seppur indirettamente) in un esclusivo appannaggio degli intermediari, sia agevolando la concorrenza (anche attraverso la promozione di PIR autogestiti), sia eventualmente condizionando l'agevolazione fiscale a un limite massimo delle commissioni appannaggio degli intermediari.

5.5 Il profilo qualificatorio

L'attuale tassonomia degli strumenti finanziari, che li distingue tra "azionari e similari", "obbligazionari e similari" e, per esclusione, "atipici", ha sempre creato notevoli problemi applicativi, non solo per gli orientamenti talvolta incoerenti assunti dalla prassi interpretativa in ordine alla nozione di "partecipazione ai risultati economici della società emittente", la cui sussistenza contraddistingue la prima categoria, ma anche e soprattutto per la necessaria "obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata" che caratterizza i titoli di tipo obbligazionario, considerato il diffuso ricorso della finanza moderna, specie per emittenti bancari, a strumenti di patrimonializzazione o provvista con caratteristiche ibride o durata perpetua, ma comunque a rendimento cedolare ancorché non rimborsabili con certezza a scadenza.

D'altra parte, se l'originaria introduzione della disciplina tributaria dei titoli atipici (cfr. art. 5, d.l. 30 settembre 1983, n. 512) comprensibilmente li penalizzava con la finalità di scoraggiarne l'utilizzo, che per ragioni di scarsa trasparenza si prestava a manipolazioni e abusi da parte degli emittenti, attualmente non solo l'aliquota del prelievo a cui sono sottoposti è allineata a quella ordinaria (26%, come detto), ma la modernizzazione della disciplina civilistica e regolamentare li ha resi fungibili, sul piano delle tutele per i risparmiatori, con tutti gli altri strumenti finanziari. A ciò si aggiunga che gli onerosi e articolati requisiti patrimoniali imposti alle imprese dei settori bancario, finanziario e assicurativo, presuppongono una graduazione molto sfumata tra le varie forme di partecipazione degli investitori al rischio d'impresa, di modo che un'ampia fascia di strumenti rischierebbe di collocarsi nell'ambito dell'atipicità fiscale, senza ormai alcuna adeguata giustificazione sistematica.

Su questi presupposti, appare ragionevole ipotizzare la soppressione della fattispecie dei titoli atipici, riducendo la classificazione ai titoli azionari e similari, caratterizzati dalla partecipazione economica di cui sopra, e a quelli, semplicemente, “diversi”, adeguandosi a quanto già fatto nell’ambito del reddito d’impresa.