

Alcune osservazioni sulla proposta di riforma dell'imposizione sui redditi di capitale

Il disegno di legge delega delinea una profonda riforma della struttura dell'imposizione sui redditi di capitale proponendo numerose novità sia per l'imposizione personale che per quella societaria.

In questa nota analizzerò solo alcuni degli interventi proposti (trascuando ad esempio le novità previste nel campo del risparmio previdenziale) con l'obiettivo di evidenziare quelli che a mio avviso sono i principali punti critici della riforma. Considererò prima distintamente i due ambiti di imposizione per poi proporre un tentativo di lettura d'insieme.

1. Imposizione sulle rendite finanziarie

Nel campo delle rendite finanziarie le principali novità riguardano:

1. l'eliminazione della distinzione normativa fra le categorie dei redditi di capitale e dei redditi diversi ed istituzione di una nuova categoria di reddito in cui confluiscono tutti i redditi finanziari;
2. l'adozione di un'aliquota unica pari al 12,5% con l'abolizione del credito d'imposta sui dividendi da partecipazioni non qualificate;¹
3. per il risparmio affidato in gestione agli investitori istituzionali il passaggio dall'attuale meccanismo di prelievo sui redditi maturati ad un prelievo sui redditi al momento del loro realizzo.

Secondo la relazione sulla delega, il fine che accomuna questi interventi è di giungere ad un'omogeneizzazione dell'imposizione su tutti i redditi di natura finanziaria. E' tuttavia evidente l'incoerenza fra l'obiettivo dichiarato e la scelta di abbandonare definitivamente il principio dell'imposizione sul maturato. Infatti, l'applicazione del prelievo al momento del realizzo consente al contribuente di differire l'imposta, e quindi di ridurre l'onere effettivo al di sotto del 12,5%, sui quei redditi che, pur essendo certi nella loro esistenza, determinati nella misura e disponibili per il soggetto, non danno origine a flussi di cassa. E' il caso ad esempio delle plusvalenze

maturate su titoli trattati su mercati regolamentati, oppure dei redditi periodici (interessi o dividendi) del risparmio affidato in gestione collettiva agli intermediari. Questi ultimi non saranno soggetti ad imposizione fino al momento della loro distribuzione dal fondo agli investitori o fino al riscatto delle quote. Si deve quindi concludere che, contrariamente a quanto sostenuto nella relazione alla delega, il nuovo regime si tradurrà in un'imposizione effettiva inferiore sui proventi delle gestioni collettive rispetto ai proventi dell'investimento diretto. Nelle gestioni collettive sarà infatti possibile differire l'imposta non solo sulle plusvalenze maturate ma anche su interessi e dividendi percepiti dal fondo e reinvestiti. Nel caso di investimento diretto invece l'imposta sostitutiva su interessi e dividendi sarà applicata al momento della distribuzione all'investitore, anche nel caso in cui essi siano reinvestiti.

Al di là degli evidenti problemi di equità, la possibilità di ridurre l'onere effettivo dell'imposizione posticipando il momento del realizzo genera delle perdite di efficienza che la letteratura ha estensivamente analizzato a partire da Vickrey (1939). Gli investitori sono infatti incentivati a detenere le attività in portafoglio anche quando il rendimento atteso è inferiore a quello offerto da impieghi alternativi (il cosiddetto effetto "*lock-in*"). L'imposizione sui proventi realizzati pone anche problemi per quel che riguarda la compensazione fra componenti positive di reddito e perdite. Infatti, in assenza di specifiche norme antielusive, peraltro presenti in tutti gli ordinamenti che prevedono una compensazione fra redditi e perdite da attività finanziarie, il contribuente può ridurre, e al limite annullare completamente, l'imposizione sui proventi attraverso la realizzazione selettiva delle perdite (Constantidines 1983, Stiglitz 1985). L'attuale separazione fra redditi di capitale e redditi diversi, con la conseguente impossibilità di compensare minusvalenze con interessi o dividendi nel regime del risparmio individuale, costituisce un implicito argine a tali strategie.

Alla luce dei problemi sin qui evidenziati, emerge come il perno centrale su cui ruota la riforma sia la scelta di far convergere il sistema verso un'aliquota particolarmente contenuta. Con un'aliquota al 12,5% il risparmio d'imposta derivante dal differimento del momento del prelievo risulta comunque contenuto limitando l'effetto *lock-in*. Ad esempio l'aliquota effettiva su di titolo che maturi un rendimento

¹ Per i dividendi da partecipazione qualificate si prevede un sistema classico di imposizione. I dividendi saranno inseriti nella base imponibile Irpef ma per attenuare gli effetti della doppia imposizione

del 4% all'anno sarà pari al 11,68% se il titolo viene ceduto dopo 5 anni, al 10,74% dopo 10 anni e al 9,13% per un periodo di detenzione di 20 anni. La bassa aliquota rende inoltre meno profittevoli le strategie elusive basate sulla realizzazione selettiva delle perdite.

In questo contesto è possibile delineare una giustificazione per l'abbandono del principio del maturato. L'imposizione sul maturato applicata sul solo risparmio gestito comporta una serie di costi. In primo luogo, dopo l'abolizione dell'equalizzatore, i fondi italiani risultano penalizzati rispetto ai fondi esteri con riferimento sia agli investitori italiani sia agli investitori non residenti. I primi troveranno più conveniente investire nei fondi esteri, i cui proventi sono tassati alla realizzazione, rispetto ai fondi italiani, i cui proventi sono tassati alla maturazione. I secondi, sebbene abbiano diritto ad un rimborso per l'imposta pagata dal fondo italiano, potrebbero preferire un fondo estero esente sia per evitare le procedure di richiesta del rimborso sia perché la misura stessa del rimborso, pari al 15% dei proventi, è inferiore all'onere effettivamente gravante sui rendimenti del fondo (Alworth et. al. 2002). In secondo luogo, l'estrema volatilità dei corsi azionari ha evidenziato seri problemi di gestione dei crediti d'imposta generati dalle perdite maturate dai fondi. Com'è noto, quando il risultato di gestione è negativo il fondo acquisisce un credito d'imposta "virtuale" che può essere utilizzato per compensare le imposte future o quelle dovute sul risultato di gestione di altri fondi gestiti dalla medesima società. Questi crediti rappresentano poste infruttifere dell'attivo che in periodi di forti ribassi sui mercati azionari possono assumere dimensioni tali² da condizionare pesantemente il rendimento del fondo e, al limite, pregiudicarne la solvibilità.³

Nella prospettiva della riforma Visco, che si poneva l'obiettivo di giungere ad un'aliquota unica sulle attività finanziarie del 19%, era ragionevole ritenere che questi costi fossero più che compensati dai benefici, in termini di maggiore equità, di neutralità rispetto alle scelte di portafoglio e di minore elusione, garantita dall'imposizione sul

sarà prevista una quota di esenzione.

² Secondo stime di Assogestioni, alla fine di maggio 2002 lo stock dei crediti d'imposta accumulati dai fondi risultava pari a circa 6 miliardi di euro (Meazza 2002).

³ Il singolo sottoscrittore del fondo vede riconosciuto il credito d'imposta al momento del riscatto. Il credito d'imposta virtuale continua a determinare il valore delle quote degli investitori che restano nel fondo. Nelle fasi caratterizzate da un elevato numero di riscatti, una quota rilevante dell'attivo sarà rappresentato dai crediti d'imposta virtuali (Panzeri 2002).

maturato. Con un'aliquota del 12,5%, al contrario, è plausibile ritenere che i costi del maturato superino i benefici.

Occorre tuttavia rilevare che il passaggio all'imposizione sul realizzato pone una seria ipotesi sulle future politiche fiscali. Un aumento dell'aliquota sulle attività finanziarie acuirebbe le distorsioni nelle scelte di portafoglio e genererebbe significative perdite di gettito a meno di reintrodurre un qualche forma di "equalizzatore" o di applicare nuove e complesse norme antielusive.

2. Imposizione sulle società

Con riferimento all'imposizione sulle società le novità principali riguardano:

1. la graduale eliminazione della Dit e dell'Irap;
2. la riduzione dell'aliquota al 33% e revisione della base imponibile;
3. la riforma dell'imposizione sui gruppi con l'introduzione del modello della participation exemption e del consolidato fiscale.

La riforma dell'imposizione sui gruppi contiene elementi di grande interesse. Il modello della participation exemption prevede l'esenzione delle plusvalenze realizzate nella cessione di partecipazioni e la corrispondente indeducibilità delle minusvalenze. All'esenzione delle plusvalenze si associa anche l'esenzione dei dividendi da partecipazioni. Si tratta di un modello che favorisce le holding finanziarie. Il regime attuale, che prevede al contrario l'imposizione sulle plusvalenze e la deducibilità delle minusvalenze, incentiva la costituzione di sub-holding finanziarie all'estero, nei Paesi che già adottano il modello della participation exemption. La scelta di abbandonare il meccanismo del credito d'imposta risponde ad un processo in atto in tutti i Paesi europei. Sono due le principali ragioni che stanno decretando il tramonto di questo modello. In primo luogo l'attribuzione di un credito d'imposta espone l'Erario al rischio di perdite di gettito quando non sia possibile evitare che il diritto al credito venga trasferito a soggetti che non sono tenuti al pagamento dell'Irpeg. In secondo luogo il credito d'imposta sui dividendi, in quanto riconosciuto solo a soggetti residenti, sembra in contrasto, secondo la giurisprudenza elaborata dalla Corte di Giustizia Europea, con le libertà di circolazione di beni, servizi persone e capitali sancite nel Trattato dell'Unione (Commissione Europea 2001).

Il consolidato fiscale si presenta come il naturale complemento al modello della participation exemption. Nel sistema attuale la compensazione fra guadagni e perdite

conseguite da società distinte ma appartenenti allo stesso gruppo può essere conseguita in via indiretta attraverso la distribuzione dei dividendi (da una società controllata alla capogruppo in perdita) o la svalutazione delle partecipazioni (della capogruppo in utile) (Micossi e Vacca 2002). L'eliminazione di entrambi i canali di compensazione richiede l'introduzione del nuovo meccanismo attraverso il quale la società capogruppo presenta un'unica dichiarazione fiscale che contiene la somma algebrica del proprio imponibile e di quello delle società controllate. In assenza del consolidato fiscale, l'impossibilità di ottenere la compensazione delle perdite si tradurrebbe sia in un aggravio dell'imposizione, soprattutto per gli investimenti più rischiosi, sia in un'estrema variabilità delle aliquote effettive.

Meno evidenti appaiono le motivazioni che hanno portato alla scelta di eliminare la Dit. La relazione alla delega sottolinea il "dirigismo" di quest'imposta che tende a favorire il capitale di rischio rispetto al debito, il "particolarismo" rispetto alla scena internazionale e la "complessità" legata all'esistenza di un "continuum" di aliquote.

Per quanto riguarda l'accusa di dirigismo occorre osservare che il meccanismo della Dit corregge (solo in parte) le distorsioni che la vecchia Irpeg, verso cui si intende ritornare, produceva nelle scelte di finanziamento delle imprese. Come evidenziato da recenti indagini empiriche (Alworth e Arachi 2001), la discriminazione fiscale del capitale di rischio rispetto al debito è stata una delle principali cause della sottocapitalizzazione delle imprese italiane. D'altra parte è la delega stessa che riconosce, di fatto, la necessità di porre dei limiti al favore accordato al debito dall'imposta sulle società in assenza di Dit prevedendo nuove e più stringenti norme anti thin-capitalisation.

Con riferimento al particolarismo della Dit rispetto ai modelli adottati dai principali paesi industrializzati, si deve rilevare che tale meccanismo si fonda su di una impostazione teorica che ha guadagnato negli ultimi anni un largo consenso a livello accademico e che comincia a tradursi in scelte concrete anche in altre nazioni: l'Austria, ad esempio, ha adottato tale modello nel 2000.

Infine, riguardo alla complessità dell'imposta occorre ricordare che in molti paesi industrializzati (Belgio, Olanda, USA, Regno Unito) sugli utili societari gravano imposte che contengono degli elementi di progressività e che generano quindi aliquote che variano all'aumentare dell'imponibile.

Si deve a questo punto sottolineare come il passaggio dalla Dit, con aliquote al 36% (35% dal 2003 secondo la Finanziaria per il 2001) e al 19%, ad un'imposta ad aliquota unica al 33% non appare neppure giustificabile dalla necessità di ridurre il carico fiscale sulle società operanti in Italia. La figura 1 riporta la stima delle aliquote medie effettive per classi di imprese. Le aliquote sono state calcolate considerando un investimento di durata decennale. Per il decennio in questione sono stati calcolati gli elementi essenziali del conto economico e dello stato patrimoniale a partire da una serie di ipotesi riguardanti la struttura dell'attivo, le fonti di finanziamento, il rendimento dell'investimento dedotte dai dati aggregati sui bilanci pubblicati dalla Centrale dei Bilanci (1999). Sulla base dei risultati di bilancio così ottenuti sono state calcolate le imposte dovute in ognuno dei dieci anni considerati. L'imposta media effettiva è stata ottenuta come rapporto fra il valore attuale netto di tutte le imposte dovute nel decennio ed il valore attuale netto degli utili ante imposte.⁴

Sono stati considerati tre scenari. Il primo coincide con la situazione in vigore prima del "congelamento" della Dit e considera sia l'impatto dell'Irpeg che dell'Irap. Il secondo considera l'applicazione di un'Irpeg con aliquota al 33%, senza Dit, e dell'Irap. L'ultimo scenario si differenzia dal precedente in quanto prende in considerazione la deducibilità del 20% del costo del lavoro dalla base dell'Irap. Le stime evidenziano come la riduzione dell'aliquota Irpeg dal 36% al 33% non sia sufficiente a compensare l'eliminazione della Dit: le aliquote effettive aumentano infatti di oltre 5 punti percentuali per tutte le classi dimensionali. La riduzione dell'Irap attraverso la deducibilità del 20% del costo del lavoro, consente di ricondurre la pressione fiscale a livelli simili, seppur di poco superiori, a quelli raggiunti prima della riforma.

3. Una lettura d'insieme

Da queste brevi considerazioni sembrano trasparire due scelte portanti all'interno della riforma contenuta nel testo della delega. In primo luogo si opta per un modello in cui l'imposizione dei redditi di capitale a livello personale è molto contenuta (anche inferiore al 12,5% nominale a causa del differimento dell'imposta). In secondo luogo nel campo dell'imposizione societaria sembra prevalere un atteggiamento attivo nei confronti della competizione fiscale manifestato sia dalla creazione di regimi

⁴ Per la descrizione dettagliata della metodologia e delle ipotesi si rimanda ad Arachi (2002).

(participation exemption, consolidato fiscale) particolarmente interessanti per le holding finanziarie sia dal tentativo di segnalare la volontà di mantenere il livello d'imposizione a livelli competitivi scegliendo un'aliquota pari alla media delle aliquote vigenti all'interno dell'Unione Europea.

Queste scelte suscitano degli interrogativi sull'evoluzione futura del nostro sistema fiscale. Come dimostrato dall'esperienza dei principali paesi industrializzati negli ultimi venti anni, l'imposizione sulle società è soggetta ad una costante pressione verso il ribasso. I paesi con alte aliquote si espongono al rischio di delocalizzazione degli investimenti e di fuoriuscita di base imponibile. Inoltre, come recentemente dimostrato dal dibattito suscitato dalle recenti proposte della Commissione Europea (2001), un eventuale coordinamento internazionale, nell'ambito ad esempio dell'Unione Europea, appare realizzabile solo con una convergenza dei sistemi impositivi e la conseguente perdita di sovranità degli stati nazionali. Per le imposte personali, è invece possibile individuare forme di coordinamento che consentano un'applicazione del prelievo secondo il principio di residenza (l'investitore paga le imposte secondo i principi stabiliti dal paese in cui è residente qualunque sia il luogo di origine dei suoi redditi). E' questa, ad esempio, la linea su cui si muove la proposta di direttiva della Commissione Europea sulla tassazione degli interessi all'interno della Comunità. L'applicazione delle imposte sulla base del principio di residenza elimina in teoria gli incentivi alla riduzione delle aliquote e consente ai singoli Stati di scegliere il livello di imposizione ritenuto più coerente con le proprie esigenze di bilancio ed i propri principi di equità.

Il rischio che sembra dunque delinearsi è che la competizione fiscale imponga nel medio periodo una progressiva riduzione del prelievo sulle società a cui non potrà far fronte un aumento dell'imposizione personale, anche in un contesto di cooperazione europea, a causa delle distorsioni sulle scelte degli investitori e dell'elusione generate dalla imposizione sul realizzato.

Riferimenti bibliografici

Alworth, J. e Arachi, G. (2001) The effect of taxes on corporate financing decisions: evidence from a panel of italian firms, *International Tax and Public Finance*, vol. 8, pp. 353-376.

Alworth, J. Arachi, G. e Hamaui, R. (2002) Adjusting capital income taxation: some lessons from the Italian experience, Working Paper Dipartimento di Scienze Economiche e Matematico-Statistiche, Università di Lecce, forthcoming in *National Tax Journal*.

Arachi, G. (2002), L'impatto della fiscalità sulle piccole e medie imprese nella prospettiva della riforma Tremonti, Ricerca condotta per Api-Milano, Econpubblica.

Centrale dei Bilanci, (1999), Economia e finanza delle imprese italiane, Bancaria Editrice.

Commissione Europea, (2001), Company Taxation in the Internal Market, Commission Staff Working Paper {COM(2001)582 final}.

Constantinides, G. M. (1983), Capital market equilibrium with personal tax, *Econometrica*, vol. 51, pp. 611–636.

Meazza, M. (2002), Capitali, una zavorra da 6 miliardi €, *Il Sole 24 Ore*, 30 maggio.

Micossi, S. e Vacca, I. (2002), L'imposta sulle società, relazione al convegno La riforma della riforma: da Visco a Tremonti, 6 giugno, Roma.

Panzeri, M (2002), La tassazione del risparmio: prospettive di riforma in E. Longobardi (a cura di), *I Centogiorni e oltre: verso una rifondazione del rapporto fisco-economia?* DeAgostini Professionale.

Stiglitz, J. E. (1985), The general theory of tax avoidance, *National Tax Journal*, vol. 38, pp. 325-337.

Vickrey, W. (1939), Averaging income for income tax purposes, *Journal of Political Economy*, vol. 47, pp. 379 – 397.

Figura 1: Aliquote medie effettive in Italia per dimensione d'impresa (numero di dipendenti)

