

Flussi di risparmio

RICCHEZZA TAX DRIVEN NELL'ECONOMIA GLOBALIZZATA

Il caso di Stati Uniti, Giappone e Germania: le tendenze attuali della fiscalità del risparmio nel panorama internazionale e l'esperienza degli "scudi fiscali"

di Stefano Marchese

——— Trattare dei flussi *tax-driven* del risparmio nel mondo presuppone una serie di sintetiche considerazioni sulla composizione e sulle dinamiche della ricchezza finanziaria nei tre maggiori Paesi industrializzati, alla luce delle quali poi esaminare l'incidenza del fattore fiscale.

A tale disamina sarà dedicato il paragrafo che segue.

La formazione di ricchezza finanziaria nel panorama internazionale

Il *trend* nella formazione di ricchezza finanziaria da parte degli individui ha subito una sensibile decelerazione negli ultimi tre anni: dall'inizio del 2000, i risultati negativi dei mercati azionari hanno prima azzerato gli utili non realizzati sui portafogli finanziari, per poi spesso incidere in negativo sullo *stock* di ricchezza finanziaria individuale in precedenza accumulata.

Ciononostante, con la sola e rilevante eccezione degli Stati Uniti, la formazione di ricchezza finanziaria, seppure a tassi di crescita inferiori rispetto al passato (dovuti anche alla situazione di crescita vicino allo zero dell'economia in molti paesi), ha continuato a rimanere in territorio positivo.

L'analisi di dati forniti dalla *Federal Reserve* americana, dalla Banca del Giappone e dalla *Bundesbank* rivela infatti che la ricchezza monetaria totale detenuta dai privati in USA e in Giappone è pari a circa 3 volte il PIL, contro poco più di una volta e mezzo della Germania. Analizzando i dati su base pro-capite, gli americani

dispongono in media di 137.000 dollari di ricchezza finanziaria, contro gli 87.000 dollari dei giapponesi e i 41.000 dollari dei tedeschi.

L'esame della composizione della ricchezza finanziaria dimostra rilevanti differenze nell'allocazione del risparmio: fatto 100 il totale della ricchezza finanziaria dei privati, in USA la quota investita in azioni è pari a 31, contro il 6 del Giappone e il 9 della Germania; i depositi bancari in USA sono pari a 17, contro il 56 del Giappone e il 34 della Germania.

Questi dati spiegano quindi come mai la ricchezza finanziaria in Giappone e in Germania, nonostante la performance deludente dell'economia, sia cresciuta, mentre ciò non è avvenuto negli Stati Uniti: la minor esposizione verso i mercati azionari nei primi due Paesi ha consentito di limitare le perdite.

E' altresì interessante osservare i dati USA in maggiore dettaglio. Nel 1999, la ricchezza finanziaria complessiva dei privati, al lordo delle passività, ammontava a circa 35.000 miliardi di dollari; alla fine del 2002 questa era scesa a circa 30.000 miliardi di dollari. La differenza, stante il tasso di risparmio medio vicino al 4% del reddito disponibile, è sostanzialmente spiegabile in termini di caduta dei corsi dei mercati azionari. Nello stesso periodo, le passività sono cresciute da 6.800 a 8.800 miliardi di dollari, raggiungendo il livello record del 106% del reddito disponibile. Deve essere notato che mentre normalmente i privati riducono i loro debiti nelle fasi recessive, nell'ultimo triennio ciò non è accaduto: secondo i dati dell'ultimo trimestre 2002 l'indebitamento è cresciuto al tasso annuo del 10,4%. Questo incremento — il più elevato da tredici anni — si spiega

osservando il mercato immobiliare. I tassi d'interesse sono ai minimi storici, i valori degli immobili sono in fase crescente e quelli azionari in fase calante. Ecco dunque che gli americani hanno dirottato i loro investimenti verso il mercato immobiliare, assumendo ulteriori debiti. La riprova di tale affermazione si ha osservando che la ricchezza dei privati investita in immobili è cresciuta a 15.000 miliardi di dollari alla fine dello scorso anno, in parte compensando le perdite subite sui mercati azionari. La ricchezza totale netta dei privati USA (patrimonio netto delle famiglie) è infatti passata da 42.000 miliardi di dollari alla fine del 1999 a 39.000 miliardi di dollari alla fine del 2002.

Tale comportamento spiega anche come mai, nonostante la debolezza dell'economia USA e, soprattutto, della Borsa, il livello dei consumi privati non abbia risentito in modo sensibile del mutato clima economico: la crescita dei valori immobiliari ha sostenuto i consumi, il cui trend potrebbe essere messo a rischio soltanto da una crisi nel mercato immobiliare, con serie conseguenze per l'economia americana.

Le tendenze attuali della fiscalità del risparmio nel mondo

Secondo un'impostazione per così dire "classica" della fiscalità finanziaria, si afferma che i capitali si spostano in base ad un criterio costante: la massimizzazione del rendimento al netto delle imposte, a parità di rischio. Si sottolinea come le moderne tecnologie oggi consentano di spostare capitali in giro per il mondo immettendo ordini su computer, a velocità che fino a pochi anni fa erano inimmaginabili.

Si assume quindi che vi siano, in giro per il mondo, flussi enormi di risparmio che si muovono, di qua e di là, in base alle variazioni del saggio di rendimento e di rischio attesi dagli investimenti. Per isolare i flussi che derivano unicamente dal fattore fiscale, si ipotizza costante il rendimento al lordo delle imposte e il fattore di rischio, e si definiscono "flussi *tax-driven*" quelli che dipendono unicamente da variazioni dell'incidenza del fattore fiscale.

Ho avuto modo, in più di un'occasione, di soffermarmi in modo sistematico su questi temi¹, per cui rinvio, per

non ripetermi, ai lavori citati in nota. Desidero però sottolineare come vi sia da registrare un nuovo trend a questo riguardo, che in qualche modo mette in crisi l'impostazione tradizionale sopra sintetizzata.

Gli Stati, nell'ambiente concorrenziale in cui si trovano, volto ad attirare capitali, hanno capito ormai che diventa fondamentale rendere vicina allo zero la tassazione dei redditi derivanti dai flussi internazionali di risparmio.

Assistiamo quindi, in sempre più Paesi (compreso il nostro), a modifiche legislative che abbattano o addirittura annullano l'imposizione fiscale sui redditi di capitale dei non residenti. Talora, queste norme di esenzione sono concesse alla generalità dei non residenti, compresi quelli localizzati in Paesi a fiscalità privilegiata (in Italia si pensi alla generalizzata esenzione da ritenuta alla fonte sugli interessi da depositi bancari dei non residenti); talaltra, ne possono beneficiare soltanto soggetti residenti in Paesi non elencati nella *black-list*, ovvero soggetti residenti in paesi con cui quello della fonte ha stipulato una convenzione contro la doppia imposizione, con possibilità di accedere a scambi di informazioni.

In questa situazione, più che "muovere il capitale", si "muove il soggetto investitore"; in termini più espliciti, se il capitale è davvero di origine straniera, potrà beneficiare delle norme di favore previste per i non residenti, o direttamente, o attraverso tecniche di *tax planning* che vedono l'utilizzo di società *conduit*, di società *holding* e talora di *trust*, a seconda delle circostanze, e che vengono posti tra la fonte del reddito e il beneficiario finale del medesimo. Se invece il capitale è di origine domestica, questo esce dalla finestra (spesso in modo occulto) del Paese, per rientrarvi dalla porta come capitale estero o, meglio, "esterovestito".

Non di flusso effettivo di capitale si tratta quindi, ma di un de-flusso e da un ri-flusso di segno opposto, che si annullano; in pratica, il capitale non si muove effettivamente dal Paese, ma cambia etichetta di provenienza e di titolarità.

Un secondo fattore del quale occorre tener conto nella nostra analisi attiene alle misure di tipo legislativo, sia a carattere ordinario e sovranazionale, sia a carattere straordinario.

NOTE

¹ Mi sia consentito rinviare a Fondazione Luca Pacioli, *Il disegno di direttiva CE sulla tassazione del risparmio: analisi critica e proposte di modifica*,

Roma, 2002; nonché ad AA. VV., *Integrazione economica e convergenza dei sistemi fiscali nei paesi UE*, a cura di S. MARCHESE ET AL., XXX

Congresso Nazionale dei Ragionieri Commercialisti, Milano, 2000, *passim*, ma spec. 125 e ss. e 167 e ss..

Con le prime intendiamo riferirci, ad esempio, alle norme sullo scambio di informazioni promosse dall'OCSE o, in sede comunitaria, alla direttiva sulla tassazione dei redditi da risparmio, recentemente approvata, che prevede il regime della coesistenza tra sistema di scambio automatico d'informazioni e sistema di ritenuta alla fonte.

Verosimilmente, i flussi di capitali esteroinvestiti eviteranno quei paesi in cui vige — o meglio, verosimilmente entrerà in vigore — un sistema automatico di scambio d'informazioni tra Paese della fonte e Paese di residenza del contribuente.

Relativamente alla normativa di fonte comunitaria, e con specifico riguardo al sistema di ritenuta alla fonte, applicabile sia in alcuni Paesi della UE, sia in Paesi terzi che hanno concordato con la UE l'adozione di misure equivalenti, vi è da dire che essa pone, più che veri ostacoli ai flussi internazionali di risparmio, delle barriere all'entrata alle tecniche di "esterovestizione" o di evasione fiscale internazionale.

In termini più espliciti, la direttiva si applica ai redditi da interessi di pertinenza di persone fisiche non residenti. Il presupposto soggettivo per l'applicazione della misura — assumiamo la ritenuta — è che il soggetto titolare del rapporto sia una persona fisica; quello oggettivo è che l'investimento frutti un interesse, definito nel senso tradizionale e proprio del termine. E' ora di tutta evidenza che le possibilità di elusione della norma comunitaria sono assai agevoli, potendo operare sia sul presupposto soggettivo sia su quello oggettivo. Dal punto di vista soggettivo, basterà rendere titolare del rapporto una società; dal punto di vista oggettivo, sarà sufficiente costruire dei titoli, ad esempio obbligazionari, "sintetici", ad esempio acquistando azioni a pronti e rivendendole a termine o comunque coprendosi dal rischio di oscillazione del valore. Il titolo sintetico così costruito, che formalmente combina due o più strumenti finanziari di per sé non produttivi di interessi, consente comunque all'investitore di ritrarre dal capitale un reddito certo e predeterminato, equivalente in termini economici ad un investimento sul mercato monetario o obbligazionario.

In entrambi i casi, evidentemente, si pone una barriera all'entrata. O si subisce la ritenuta alla fonte, la cui entità è penalizzante e spesso superiore a quella che si subirebbe nel proprio paese di residenza (si pensi alla ritenuta del 35% proposta dalla Svizzera in rapporto a quella del 12,50% vigente in Italia); oppure l'entità dell'investimento deve essere tale da assorbire completamente i costi di costituzione e di mantenimento di una società

titolare del conto (per un'ipotesi di elusione soggettiva), oppure deve essere di entità tale da consentire l'accesso — in termini di soglia quantitativa — a prodotti derivati o strutturati, che consentano la creazione di obbligazioni sintetiche (per un'ipotesi di elusione oggettiva).

L'esperienza degli "scudi fiscali"

I provvedimenti di tipo straordinario, invece, quali l'italiano scudo fiscale, o la sanatoria per i conti esteri occulti recentemente approvata negli Stati Uniti, o la proposta di scudo fiscale tedesco, non sono idonei, in verità, a realizzare veri flussi di capitali.

Anche se, ovviamente, non si possono avere dati ufficiali al riguardo, l'evidenza empirica dimostra che l'investitore di un Paese costruisce il proprio portafoglio finanziario sulla base di diverse classi di attività il cui mix risponde ad un dato livello di rendimento e ad un dato livello di rischio. In termini più espliciti, l'investitore costruisce un portafoglio finanziario che conterrà una certa quantità di azioni, un'altra di obbligazioni e titoli di Stato e una terza di investimenti sul mercato monetario. Nell'ambito delle tre classi sopra indicate, l'investitore sceglierà i mercati in cui investire (azioni italiane, europee, statunitensi, cinesi, ecc.), la denominazione delle valute (obbligazioni in euro, in dollari, in franchi svizzeri), le caratteristiche dell'emittente (Stato italiano, tedesco, società americana con rating AAA, oppure Argentina o Cipro).

Orbene, data questa scelta di portafoglio, è una costante che gli investitori di un paese, seppure con una vocazione internazionale, tendano a privilegiare, nell'allocatione delle attività finanziarie, quelle domestiche. Per intenderci, normalmente un italiano tenderà ad essere investito in misura non trascurabile sulla Borsa italiana, o a sottoscrivere obbligazioni e titoli di Stato italiani.

Allorché decida di trasferire, in modo ufficiale o occulto, i suoi fondi su un conto estero, difficilmente muterà il suo profilo d'investimento e l'allocatione delle proprie risorse finanziarie. In altri termini ed esemplificando, se l'investimento in azioni italiane prima dell'espatrio del capitale era del 20%, dopo l'espatrio questo normalmente rimane al 20%. Soltanto che, per le statistiche di mercato, la denominazione dell'investimento muta da nazionale ad estero. Analogamente accade al contrario: la composizione degli investimenti finanziari detenuti all'estero non muta se i fondi vengono riportati in Italia. Se muta, è dovuto semplicemente ad un ribilanciamento del portafoglio che, comunque, era in

programma, e del quale il rimpatrio dei fondi non ha costituito che un'occasione.

Non è quindi corretta l'affermazione, fatta dalla stampa negli ultimi anni, che per il Paese il vantaggio dello scudo fiscale era quello di far affluire dei capitali in Italia: i risparmiatori nazionali che operavano dall'estero erano investiti in attività finanziarie italiane, non più e non meno di quanto non lo sarebbero stati operando dall'Italia; simmetricamente, gli stessi risparmiatori operanti dall'estero che erano investiti in attività estere (ad esempio azioni USA), manterranno i loro investimenti esteri pur trasferendo in Italia la "detenzione bancaria" dei fondi.

Cionondimeno, i vantaggi per il Paese interessato dei provvedimenti di regolarizzazione e rimpatrio agevolato dei fondi detenuti all'estero sono duplici: l'uno statistico e l'altro di gettito.

Il primo risulta evidente: nella bilancia dei pagamenti, i fondi che apparivano esteri investiti in Italia erano contabilizzati come investimenti esteri in Italia; i fondi depositati all'estero ed investiti all'estero sfuggivano da ogni rilevazione statistica nazionale; la posizione finanziaria netta del Paese verso l'estero risultava, quindi, peggiore.

Il rimpatrio consente di "girocontare" gli investimenti esteri di portafoglio in investimenti domestici; di contabilizzare, per la prima volta, gli investimenti esteri che sfuggivano a rilevazione, essendo effettuati "estero su estero", in definitiva di migliorare i dati statistici in termini di *stock* totale di ricchezza detenuta dai residenti e in termini di posizione netta verso l'estero (debito estero). Insomma, ragionando in termini aziendalistici, è come se si iscrivessero per la prima volta in bilancio attività in precedenza occultate e se si eliminassero delle passività inesistenti.

Ma i provvedimenti di regolarizzazione fiscale dei capitali esteri offrono un vantaggio considerevole in termini di gettito per l'erario. Proviamo a fare alcuni conteggi, ragionando sul caso italiano. Ipotizziamo che un capitale di 100.000 euro sia regolarizzato o rimpatriato. L'erario incassa il 2,5% del capitale a titolo di sanatoria, pari a € 2.500, e inoltre si assicura una rendita pari alla ritenuta alla fonte sugli interessi che detto capitale maturerà in futuro. Calcolarne il valore presupporrebbe di conoscere se e per quanto tempo il capitale verrà mantenuto investito e non verrà speso o perduto e quale ammontare degli interessi verrà capitalizzato e reinvestito e quale speso. Sarebbe, in astratto, formulabile un numero infinito di ipotesi, che vanno dalla più pessimi-

stica (capitale interamente speso o perso un istante dopo la regolarizzazione) a quella più ottimistica (capitale mantenuto investito in perpetuo e interessi reinvestiti in perpetuo). Riteniamo ragionevole, ai nostri fini, assumere un'ipotesi intermedia, ossia quella di un risparmiatore che spenda integralmente gli interessi e mantenga in perpetuo il capitale investito. Assumendo altresì un tasso medio a regime del 5% (oggi può sembrare da favola, ma in un periodo infinito di tempo, o anche in una media secolare mi pare più che ragionevole), si ha che l'interesse medio annuo di quel capitale è di € 5.000 e che la ritenuta del 12,50% sullo stesso è di € 625 all'anno. Capitalizzando questa con la ben nota formula della rendita perpetua, sempre al tasso del 5%, si ottiene un valore attuale dei flussi di ritenuta di 12.500 € che, sommati all'introito immediato dello scudo di € 2.500, danno un valore patrimoniale acquisito, per competenza, al bilancio dell'erario di € 15.000, vale a dire in misura pari al 15% del capitale regolarizzato.

Ovviamente, assumendo ipotesi più ottimistiche in termini di comportamento del risparmiatore, la percentuale sale anche considerevolmente.

Per altro verso, è difficilmente ipotizzabile che un investitore abbia approfittato della regolarizzazione o del rimpatrio per spendere i propri risparmi; al più potrà scegliere di investire in beni immobili o di acquistare beni durevoli di consumo, come automobili o imbarcazioni. In tali casi i vantaggi per l'erario non mutano: se l'acquisto è immobiliare, la "rendita" è costituita dai tributi indiretti sull'acquisto e dai tributi annui sull'immobile; se l'acquisto è di beni di consumo, l'iva del 20% e l'imposta sul reddito del cedente sono ancora maggiori del valore della rendita finanziaria. Insomma, qualunque cosa possa decidere fare il risparmiatore, l'erario ha sempre un suo buon introito.

Ulteriori vantaggi, sul piano tributario, sono quelli di ricondurre i capitali nell'ambito del "sistema", e quindi di poterne monitorare le dinamiche a supporto di determinazioni presuntive del reddito, dei consumi, o di altre entità economiche che possono o potranno in futuro assumere rilevanza dal punto di vista fiscale.

Alcune notazioni conclusive

Queste brevi osservazioni, forse, hanno contribuito a demolire alcuni "miti": che la ricchezza finanziaria degli americani, notoriamente spendaccioni, fosse inferiore a quella dei tedeschi o dei giapponesi; che vi siano oggi, nella finanza globalizzata volta ad attirare i non residen-

ti, "veri" flussi di capitali *tax driven* (e invece non si sposta il capitale, ma il titolare, reale o apparente che sia); che il vantaggio per l'erario dei vari Paesi dei provvedimenti di sanatoria fiscale dei capitali esteri sia, tutto sommato, modesto.

Vi sono però da svolgere alcune considerazioni sui rapporti tra risparmio e fiscalità: i flussi "veri" di risparmio si sono fermati per effetto dell'introduzione dell'aliquota zero o di aliquote impositive vicine allo zero per i capitali dei non residenti, e di aliquote moderate e comunque sopportabili sui redditi finanziari dei residenti. Questa situazione di discriminazione a rovescio dei residenti a vantaggio dei non residenti e di moderata imposizione dei primi ha consentito di bloccare il flusso di capitali mossi da ragioni fiscali. Ove, infatti, la discriminazione cessasse, assisteremmo di nuovo a movimenti di capitali in giro per il mondo, alla ricerca di aliquote di tassazione inferiori o nulle. Parimenti ciò accadrebbe nel caso in cui la pressione fiscale sui redditi finanziari domestici dovesse salire, perché assisteremmo ad un nuovo deflusso occulto di fondi dal paese.

Si tratta, quindi, di una situazione di stallo per eventuali manovre di politica fiscale dei governi: ovviamente, il problema non è solo italiano ma coinvolge tutte le maggiori economie occidentali, oltre che, storicamente, molti paesi in via di sviluppo. "Gli Stati Uniti stessi sono un paradiso fiscale per i capitali dei non residenti", viene ripetutamente scritto da alcuni anni a questa parte nella famosa pubblicazione annuale internazionale sui paradisi fiscali del mondo² e, *Internal Revenue Code* alla mano, non si può certo negare la validità di tale affermazione.

Questa situazione ci consente di svolgere l'ultima nostra osservazione, che attiene alla c.d. discriminazione qualitativa dei redditi, ossia alla necessità — teorizzata da oltre un secolo — secondo la quale i redditi a produzione "penosa" (di lavoro, autonomo, dipendente o della piccola impresa) dovrebbero subire una tassazione inferiore a quelli di pura rendita, come i redditi fondiari e di capitale. Per i redditi immobiliari, la pressione fiscale è ormai tale che il concetto di discriminazione qualitativa appare rispettato. Per i redditi finanziari, invece, si sostiene che qui si ha una discriminazione a rovescio che tra gli studiosi internazionali di *tax policy* viene costantemente denunciata.

Riteniamo, tuttavia, di contestare tale affermazione.

Gli interessi obbligazionari oggi sono tassati al 12,50% sul loro importo nominale, che difficilmente supera il 3% negli investimenti di medio periodo a basso rischio. L'inflazione, secondo le ultime statistiche, oscilla attorno al 2,8%. Ne consegue che il reddito in termini reali della ricchezza finanziaria è vicino allo zero, se non negativo. L'imposizione commisurata ai redditi reali è quindi altissima, e spesso si traduce in una vera imposta sul capitale.

Ma per avere una visione più a lungo periodo, superando l'obiezione di ragionare in una situazione contingente di sostanziale stagflazione, riprendiamo l'ipotesi che i tassi medi futuri si collochino in media sul 5%, e che l'inflazione media sia del 3%. Un'imposizione del 12,50% sul 5% nominale di interesse è pari a 0,625 che, rapportato al rendimento reale di 2, dà un'incidenza effettiva di imposizione del 31,25%. Si tratta di un'aliquota di tutto rispetto, e basta ipotizzare mezzo punto in più di inflazione o mezzo punto in meno di rendimento nominale per portare il tasso d'imposizione effettiva vicino al 40%. In tale contesto, ci pare che i canoni della discriminazione qualitativa dei redditi siano rispettati. Abbiamo, poc'anzi, assunto i valori dell'imposizione italiana, che è una tra le più basse nel panorama dei paesi occidentali. Allargando quindi le nostre considerazioni su una visione internazionale del problema, le conclusioni non cambiano, ma trovano ulteriori argomenti a loro sostegno.

Ricordando come il risparmio sia il motore propulsore delle economie di mercato, visto che consente l'accumulo di *stock* di capitali che possono essere messi a disposizione del settore produttivo per creare nuova ricchezza ed occupazione; ricordando che i principi costituzionali della maggior parte dei paesi espressamente prevede la tutela del risparmio come "valore", non ci resta che concludere nel senso di proporre una rimeditazione della fiscalità del risparmio verso una maggior equità, mediante l'introduzione di meccanismi correttivi nella tassazione che — pur rispettando il principio di discriminazione qualitativa dei redditi — almeno scongiurino la distruzione fiscale (in termini reali) di ricchezza, che peraltro, nella maggior parte dei casi, ha già scontato gravose imposizioni sui redditi "penosi" i quali, attraverso il diuturno lavoro e l'esercizio della parsimonia, hanno concorso a determinarla.

² Cfr. *OFC Report*, vari anni.