

Titoli di Stato, riflessioni sul nuovo regime fiscale

Stefano Marchese

Abolita dal 1° gennaio la ritenuta sui redditi delle obbligazioni dei grandi emittenti e istituita un'imposta sostitutiva. Le differenziazioni nell'applicazione del tributo. La fine della teoria della partita di giro e le prospettive di politica finanziaria

Il Parlamento con l'art. 3, comma 168 (sic), della legge 28 dicembre 1995, n. 549, delegava il Governo ad emanare uno o più decreti legislativi concernenti la razionalizzazione del regime della ritenuta alla fonte degli interessi, premi e altri frutti delle obbligazioni e titoli similari, pubblici e privati. Fra i criteri direttivi previsti nella norma di delegazione veniva precisata la soppressione della ritenuta a titolo d'acconto su detti redditi e la sua sostituzione con un prelievo sostitutivo del 12,5% limitato alle persone fisiche, società di persone, enti non commerciali, fondi comuni d'investimento e altri organismi di investimento collettivo; mentre per i soggetti non residenti avrebbe dovuto adottarsi un regime generale di non applicazione dell'imposta, con esclusione dei soggetti residenti in Stati a regime fiscale privilegiato. Vincolo della delega era poi che la sua attuazione non avrebbe dovuto comportare minori entrate nette al bilancio dello Stato. In attuazione della delega, il decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 ha previsto la soppressione della ritenuta alla fonte del 12,50% di cui al 1° comma dell'art. 26 del d.p.r. n. 600 del 1973 per gli interessi derivanti da titoli di Stato e da altri titoli, di cui si dirà, istituendo contemporaneamente una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, avente aliquota unica del 12,5%, che colpisce i redditi già assoggettati alla soppressa ritenuta alla fonte. Appare opportuno ricostruire in chiave sistematica gli elementi costitutivi della nuova imposta sostitutiva, per far seguire alcune notazioni e riflessioni sulla novella legislativa.

L'imposta sostitutiva

A norma del combinato disposto degli artt. 1 e 2 del d.lgs. n. 239 del 1996, il

presupposto dell'imposta sostitutiva è il conseguimento di interessi, premi e altri frutti, compreso il disaggio di emissione, delle obbligazioni e titoli similari emessi da banche e da società per azioni quotate, dei titoli di Stato e ad essi equiparati, di quelli degli enti pubblici economici trasformati in s.p.a. e degli enti territoriali. Per comodità espositiva, nel prosieguo del presente lavoro si utilizzerà l'espressione "redditi" per designare gli interessi e gli altri proventi che formano oggetto del presupposto.

La base imponibile è costituita dalla parte di tali redditi maturata nel periodo di possesso (art. 2, c. 1).

Sono individuati quali soggetti passivi i seguenti soggetti, residenti nel territorio dello Stato: persone fisiche, società semplici e società di fatto ad esse equiparate a norma dell'art. 5 del t.u.i.r., fondi comuni d'investimento mobiliare, aperti e chiusi, e immobiliare, Sicav, fondi pensione (art. 2, c. 1).

Questi soggetti sono nella pratica definiti "nettisti", poiché i redditi che essi ritraggono sono gravati da imposta sostitutiva, in contrapposizione ai così detti "lordisti", che non sono soggetti a tale tributo. Rientrano, per esclusione, in tale ultima categoria, innanzitutto i soggetti non residenti, siano essi o meno persone fisiche, le società di capitali e gli enti commerciali residenti, le società commerciali di persone.

Per quanto attiene al profilo soggettivo, o personale, del presupposto del tributo, ossia alla relazione che lega il soggetto passivo al presupposto, l'art. 2, c. 1, del d.lgs. usa l'espressione "percepiti".

Il concetto di "percezione" può essere ricostruito argomentando dall'art. 2, comma 2, e dall'art. 3. Con tale espressione si comprendono i redditi incassati derivanti da cedole scadute ovvero dal rimborso del titolo per un importo

superiore al prezzo di emissione, nonché a causa del trasferimento dei titoli (in questo caso, essendo il titolo negoziato a *tel quel*, il venditore "incassa" l'interesse attraverso il prezzo di vendita). La norma ha cura di precisare che per "trasferimento dei titoli" si "intendono le cessioni e qualunque altro atto, a titolo oneroso o gratuito, che comporta il mutamento della titolarità giuridica dei titoli".

Siamo quindi in grado di ricostruire la fattispecie tributaria rilevante ai fini dell'applicazione l'imposta sostitutiva: essa grava sui soggetti passivi che percepiscono i redditi sopra definiti, per la parte maturata nel periodo di possesso.

Accanto alla figura del soggetto passivo, la norma assegna un ruolo di massima centralità nella dinamica del prelievo a soggetti che potremmo definire "intermediari".

Difatti, salve le eccezioni di cui si sarà detto, l'imposta sostitutiva viene applicata non dai soggetti passivi, ma da detti intermediari, individuati dal comma 2 dell'art. 2 nelle banche, Sim, società fiduciarie e agenti di cambio, residenti in Italia, che intervengono nella riscossione dei redditi *de quibus* ovvero nei trasferimenti dei titoli cui si applica detto tributo.

Dev'essere infatti sottolineato che, nel passaggio dal sistema di ritenuta alla fonte a quello dell'imposta sostitutiva, l'obbligo di applicazione del nuovo tributo si sposta dall'emittente i titoli agli intermediari.

Come è stato evidenziato¹, il ruolo dell'intermediario è assai più delicato rispetto a quello di un sostituto d'imposta: questo non deve soltanto prelevare l'imposta e versarla, ma determinarla, valutare se il prelievo deve o meno essere effettuato, ripartire l'imposta fra più soggetti i quali intervengano come parti in una compravendita di un titolo con cedola in corso di maturazione, secondo il criterio della proporzionalità *pro-rata temporis*.

Dal punto di vista procedimentale, il ruolo degli intermediari si incentra su tre strumenti tecnici ai quali viene data importanza preminente: il conto unico, i conti individuali e i depositi di titoli

in amministrazione e custodia.

Con riguardo al primo punto, viene prevista l'istituzione di un conto unico presso gli intermediari destinato ad accogliere l'accredito dell'imposta sostitutiva relativa ai redditi di titoli per cui si è verificato il materiale pagamento (incasso di cedole, incasso dello scarto di emissione, ecc.) nonché ai redditi riconosciuti al venditore nel corrispettivo, e l'addebito di detta imposta relativa ai redditi riconosciuti all'acquirente nel corrispettivo (art. 3). Il conto unico non è altro che un prospetto contabile dei debiti e crediti dell'imposta sostitutiva del singolo intermediario nei confronti dell'Erario, a monte del quale vi saranno i conti dei singoli clienti, ai quali verrà accreditata o addebitata l'imposta sostitutiva, con pari valuta di quella del conto unico (cfr. art. 3, c. 1, del d.lgs.).

Dal conto unico ai conti individuali, dunque, in relazione ai quali vi sono i depositi di titoli in amministrazione e custodia. Il ruolo centrale dei depositi titoli emerge innanzitutto dall'art. 3, comma 4, laddove si precisa che se in una operazione intervengono più intermediari, l'imposta sostitutiva è imputata al conto unico di quello presso il quale il soggetto passivo intrattiene il rapporto di deposito o di gestione titoli.

Ma esso emerge anche dal contenuto di importanti norme che operano in funzione antielusiva e per le quali, mutuando l'espressione dal Blumenstein², potremmo parlare di fattispecie supplementari.

Tali fattispecie operano sia sotto il profilo soggettivo che oggettivo.

Dal punto di vista soggettivo, l'art. 5, comma 2, prevede che chiunque si presenti presso un intermediario per l'incasso delle cedole senza detenere un deposito titoli sarà comunque soggetto all'imposta sostitutiva, ancorché lordista.

Lo stesso dicasi se il possessore del titolo si presenta all'incasso direttamente dall'emittente il titolo: in questo caso l'emittente assume l'obbligo di applicare, comunque, l'imposta sostitutiva; e qualora non abbia anche la veste di intermediario, le modalità di versamento dell'imposta non saranno soggette alla procedura del conto unico.

Dal punto di vista oggettivo, va rilevato che l'imposta colpisce non solo le compravendite di titoli, ma anche i movimenti degli stessi da un deposito titoli ad un altro. Difatti, l'art. 3, comma 5, del d.lgs. prevede che il trasferimento ad un altro deposito costituito presso il medesimo o altro intermediario è



Felice Casorati, *Lo straniero o Conversazione alla finestra*, (1929-1930), olio su tela, Firenze, Galleria d'Arte Moderna

equiparato ad una operazione di compravendita agli effetti dell'applicazione dell'imposta sostitutiva, intendendosi per redditi riconosciuti nel corrispettivo (che non c'è) quelli maturati fino alla data in cui l'operazione si considera eseguita.

Se poi avviene l'immissione in un deposito di un lordista senza l'intervento di un intermediario che effettui il trasferimento (ad esempio una persona fisica si reca presso una banca consegnando fisicamente un certificato di titolo di Stato con l'incarico di immetterlo in un deposito titoli di una s.p.a.) l'art. 3, 6° comma, prevede che l'intermediario ricevente (nell'esempio la banca presso cui la s.p.a. ha il deposito titoli) provvede ad addebitare al netti-

sta l'imposta sostitutiva, dato che al momento dell'incasso delle cedole essa non verrà prelevata.

In caso invece di trasferimento tramite intermediario (dal deposito della persona fisica a quello della s.p.a.) sarà il primo intermediario ad applicare l'imposta sostitutiva.

In queste ipotesi di fattispecie supplementari che operano sul piano oggettivo e che equiparano, ai fini dell'applicazione dell'imposta, i trasferimenti di titoli da deposito a deposito e le immissioni degli stessi in deposito ai trasferimenti della titolarità giuridica dei titoli stessi, l'intermediario, pur essendo obbligato all'applicazione dell'imposta, non dispone di somme dalle quali trattenerla. Viene quindi previsto, all'art.

3, comma 7, un meccanismo di rivalsa: in tali casi è il soggetto passivo che deve versare all'intermediario l'ammontare dell'imposta sostitutiva, con previsione per l'intermediario, in caso di inadempimento, di non eseguire l'incarico ricevuto o di non effettuare la restituzione materiale dei titoli fino a quando non sia stato soddisfatto. Quindi previsione di una specifica eccezione di inadempimento e di un diritto di ritenzione a tutela del diritto di rivalsa dell'intermediario.

La riscossione dell'imposta sostitutiva da parte dell'Erario avviene su versamento diretto da parte dell'intermediario del saldo mensile del conto unico, da effettuarsi entro il quindicesimo giorno successivo a quello di riferimento.

Viene correlativamente previsto l'obbligo per gli intermediari di presentare la dichiarazione che potremmo definire dei "responsabili d'imposta sostitutiva" (cfr. art. 4, c. 1).

Quanto ai rapporti fra l'intermediario (responsabile d'imposta sostitutiva) e il soggetto passivo, oltre all'ipotesi già sopra ricordata di obbligo di versa-

mento della imposta sostitutiva da parte di quest'ultimo al primo quando operano le fattispecie supplementari di carattere oggettivo, vi sono due disposizioni che meritano adeguata attenzione.

La prima concerne l'obbligo, per i soggetti passivi all'imposta sostitutiva, che abbiano percepito i redditi di titoli che ne costituiscono il presupposto, e nei confronti dei quali non sia stato applicato il relativo prelievo sostitutivo, di indicare nella dichiarazione annuale dei redditi detti proventi, versando l'imposta sostitutiva corrispondente con le stesse modalità e gli stessi termini previsti per le ordinarie imposte sui redditi (art. 4, c. 2).

Nonostante la lettera della legge non specifichi in vece di chi il soggetto passivo debba procedere all'autoliquidazione e al versamento dell'imposta, questa ipotesi appare applicabile nel solo caso in cui si verifichi una omissione dell'intermediario.

Una diversa conclusione, che estendesse tale fattispecie all'omissione del lordista acquirente dei titoli non apparirebbe sistematicamente corretta, sul duplice rilievo che intanto il lordista

non entra nel novero dei soggetti obbligati ad applicare l'imposta sostitutiva, e che, se vi fosse un acquirente lordista distratto, che riconosce al cedente nettista gli interessi senza decurtare l'imposta sostitutiva, ebbene detta imposta sarà comunque applicata dall'intermediario presso il quale il lordista andrà a depositare i titoli per poter beneficiare della esenzione da imposta sostitutiva. La seconda disposizione prevede una obbligazione solidale fra intermediario e contribuente

per l'imposta sostitutiva che non fosse stata applicata, maggiorata degli interessi per ritardato pagamento di tributi (art. 4, c. 5).

La normativa è completata dalla previsione di un autonomo regime sanzionatorio per l'imposta sostitutiva, costruito, quanto ai profili attinenti le fasi dell'accertamento e della riscossione, mediante rinvio a quello vigente per le imposte sui redditi (art. 4, c. 3 e 4), su cui non pare il caso di indugiare.

E' invece da ricordare la fissazione della regola per cui, qualora i redditi dei titoli siano stati conseguiti nell'esercizio di imprese commerciali, l'imposta sostitutiva assolta non sostituisce alcunché, dovendo il reddito essere compreso fra quelli a tassazione ordinaria ed operando l'imposta sostitutiva in guisa di una normale ritenuta a titoli di acconto (art. 5). Tale fattispe-

cie risulta applicabile per la persona fisica, che percepisce i redditi nell'esercizio di impresa, e in tutte quelle ipotesi in cui un lordista si trovi a subire, nonostante la sua posizione (di lordista, appunto), il prelievo sostitutivo. Ad esempio quando il lordista si presenti presso un intermediario per l'incasso delle cedole di un titolo non immesso in un deposito: in questo caso, operando la fattispecie supplementare soggettiva, l'imposta sostitutiva viene comunque percetta dall'intermediario. Una seconda ipotesi concerne il caso che non vi sia coincidenza fra titolarità giuridica dei titoli e titolarità formale di un deposito titoli. Si pensi ad esempio a titoli di proprietà di un lordista che, a vario titolo (ad esempio deposito), siano immessi in un deposito di un nettista. Qui l'imposta sostitutiva verrà applicata, ma essendo i redditi di pertinenza del lordista, che li andrà ad indicare nel pro-

prio bilancio e li sottoporrà a tassazione ordinaria, l'imposta sostitutiva funzionerà alla stregua di un prelievo d'acconto.

Il quadro normativo è completato dalla disposizione contenuta nell'art. 6, la quale prevede l'esenzione da imposizione, ordinaria o sostitutiva, dei redditi dei titoli di cui sopra "percepiti" da soggetti fiscalmente residenti in Stati con i quali siano in vigore convenzioni per evitare la doppia imposizione stipulate dall'Italia, sempreché tali convenzioni consentano di acquisire le informazioni necessarie ad accertare la sussistenza dei requisiti da parte degli aventi diritto (sono soggetti che potremmo definire "non residenti qualificati"); a tale esenzione fa da contraltare l'esplicita previsione che l'imposta sostitutiva è applicata nei confronti dei soggetti non residenti diversi da quelli sopra menzionati e di quelli residenti in Stati o territori aventi regime fiscale privilegiato, di cui all'art. 76, comma 7-bis, t.u.i.r. (soggetti che potremmo definire "non residenti non qualificati") (art. 6).

Occorre qui notare che sono poste due deroghe alla definizione di soggetto passivo fornita dall'art. 3. Per questa norma i non residenti non sono soggetti ad imposta sostitutiva, e quindi, quali lordisti, soggiacciono alle ordinarie imposte sul reddito. Nondimeno, per i non residenti "qualificati" viene prevista anche l'esenzione per le ordinarie imposte sul reddito, in conformità peraltro alle disposizioni delle convenzioni internazionali, mentre quelli "non qualificati" vengono assoggettati al tributo sostitutivo in deroga al disposto dell'art. 3.

La norma prevede inoltre l'obbligo del deposito, da parte dei soggetti non residenti, dei titoli ammessi all'esenzione da imposta sostitutiva presso un intermediario che intrattiene rapporti in via telematica con il Dipartimento delle Entrate presso il Ministero delle Finanze; con il correlativo obbligo, da parte di detto intermediario, di acquisire, a pena di inapplicabilità del regime esentativo:

- un'attestazione dell'autorità fiscale competente del paese ove l'effettivo beneficiario dei titoli ha la residenza, dalla quale risulti la sussistenza delle condizioni normativamente previste per fruire dell'esenzione, la quale attestazione dovrà essere redatta in conformità ad apposito modello e produce effetti fino al 31 gennaio dell'anno successivo a quello di presentazione;

- i dati identificativi del soggetto non residente effettivo beneficiario dei redditi, nonché gli altri dati rilevanti con riguardo al titolo e al reddito (art. 7).

Interessanti sono ancora l'obbligo della conservazione delle evidenze, da parte dell'intermediario, del complesso delle posizioni relative ai percipienti soggetti all'imposta sostitutiva e a quelli nei cui confronti detta imposta non è applicata, nonché l'obbligo del suddetto intermediario di comunicare all'Amministrazione finanziaria i dati relativi ai percettori di redditi da titoli non assoggettati ad imposta sostitutiva che siano non residenti oppure residenti, per i titoli detenuti all'estero (art. 8).

Ulteriori norme sono infine previste con riguardo agli intermediari non residenti (art. 9), alla riduzione delle provvigioni di sottoscrizione per la copertura dei collocamenti (art. 10) e altre disposizioni di raccordo e transitorie (artt. 11 e 13).

La nuova disciplina è entrata in vigore il 1° gennaio 1997, con precisazioni di decorrenza per i titoli con cedola e senza cedola (art. 12), e con previsione dell'obbligo di non tener conto, in sede di computo dell'acconto irpeg e irpef, di parte delle ritenute su interessi scomputate per il periodo d'imposta precedente (art. 13).

In virtù della disposizione contenuta nell'art. 11, comma 4, del d.lgs. n. 239 del 1996, sono stati inoltre emanati:

- il decreto del Ministero delle Finanze 4 settembre 1996, avente ad oggetto l'elenco degli Stati con i quali è attuabile lo scambio di informazioni ai sensi delle convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito in vigore con l'Italia;
- il decreto del Ministero delle Finanze 4 dicembre 1996, n. 632, recante il regolamento di attuazione del d.lgs. sopra citato, ed avente ad oggetto, in particolare, le procedure che dovranno seguire gli intermediari per l'applicazione dell'imposta sostitutiva;
- il decreto del Ministero delle Finanze 6 dicembre 1996, avente ad oggetto le modalità di versamento dell'imposta sostitutiva.

Il quadro normativo è infine commentato dalla copiosa circolare 23 dicembre 1996, n. 306/E.

Riflessioni di diritto tributario

Dopo aver sintetizzato, come ci eravamo ripromessi di fare, le principali disposizioni della novella legislativa, possono essere svolte alcune prime riflessioni, le quali potranno ovviamente essere approfondite soltanto dopo aver osservato in concreto e per un certo tempo il funzionamento del nuovo sistema di tassazione dei titoli di Stato. Gli obiettivi dichiarati del provvedimento sono sostanzialmente due: l'eliminazione della procedura di rimborso delle ritenute alla fonte per i non residenti i quali, per disposizione delle

tecniche normative, la necessità di disegnare un sistema compiuto dell'imposta sostitutiva, adeguatamente accompagnato da norme di chiusura e da cautele procedurali. Il quale disegno risulta attuato, sul piano della materiale redazione delle disposizioni, con soluzioni non sempre soddisfacenti. Ma, al di là dello sforzo sistematico dell'interprete per ricostruire il quadro normativo, non v'è dubbio che la nuova disciplina sia tutt'altro che ispirata al concetto di semplificazione, e

forse si potrebbe dire che si è andati oltre quanto sarebbe stato necessario per adeguare il sistema di tassazione dei titoli di Stato agli *standards* dei paesi occidentali.

Talora infatti il nuovo tributo funziona come un'imposta sostitutiva *ad hoc*, talaltra come una ritenuta a titolo d'acconto (si pensi al caso di interessi conseguiti da una persona fisica nell'esercizio di imprese). La spiegazione in termini sistematici dei rapporti fra soggetto passivo e intermediario, che non si configura come un sostituto d'imposta, quanto come un responsabile d'imposta, appare altrettanto ardua. Ancora meno ricostruibile in termini di categorie risulta la previsione del soggetto passivo che "si sostituisce al responsabile di imposta sostitutiva", e così via; la stessa previsione del conto unico e il nuovo ruolo degli intermediari depongono tutti in questa direzione.

In dottrina si è affermato⁵ che l'imposta sostitutiva "è una logica evoluzione della ritenuta" a titolo d'imposta, tant'è che nella terminologia economica, e in specie in quella degli studiosi di scienza delle finanze, siffatte ritenute vengono correntemente chiamate "prelievi sostitutivi". E questo sul rilievo che nel sistema della ritenuta d'imposta, in caso di omessa effettuazione di questa non sopravvive il tributo sostituito (l'irpef o l'irpeg), ma risulta comunque do-

convenzioni, hanno diritto di godere dell'esenzione degli interessi nel paese della fonte (Italia) e l'esigenza di evitare il formarsi, in capo alle società finanziarie, di consistenti posizioni creditorie verso l'Erario, originatesi da ritenute subite che solo in parte potevano essere scomputate dai redditi prodotti⁶.

In via preliminare appare opportuno chiedersi se, per raggiungere siffatti obiettivi, era comunque necessario procedere all'abolizione della ritenuta alla fonte e alla introduzione di un nuovo tributo, a carattere sostitutivo⁷, che risulta costruito in modo assai complesso e sofisticato. Tale scelta ha infatti comportato, sul piano della

vuta la ritenuta da parte del sostituto d'imposta, obbligato in solido con il sostituto.

In questa prospettiva, si dice, l'imposta sostitutiva attribuisce maggior razionalità al sistema, e un esempio in tal senso viene offerto dall'imposta sostitutiva dei redditi di capitale di fonte estera che un residente consegue all'estero, ossia senza passare attraverso un soggetto cui la legge fiscale italiana attribuisce la qualifica di sostituto d'imposta: se prima dell'introduzione del regime sostitutivo la non effettuazione della ritenuta, per mancanza del sostituto, determinava per il contribuente l'applicazione delle normali imposte sul reddito⁸, a seguito delle disposizioni di cui all'art. 8 del d.l. 28 giugno 1990, n. 167, convertito con modificazioni nella l. 4 agosto 1990, n. 227, detti redditi sono soggetti a tassazione separata all'aliquota prevista per la ritenuta, salva la facoltà del contribuente di non avvalersi della tassazione separata e di scomputare il credito d'imposta per imposte assolute all'estero, e salva l'applicazione della ritenuta ove i titoli siano in deposito ed amministrazione presso un intermediario residente.

E qui vanno fatte alcune riflessioni. La prima è che occorre tenere ben distinte le imposte sostitutive dalle ritenute alla fonte, ancorché a titolo d'imposta. Le ritenute a titolo d'imposta non pos-

sono assurgere al rango di un tributo autonomo, in quanto sono incardinate nel *corpus* delle imposte sul reddito⁷ e dipendono, quanto ai loro presupposti, da quelli previsti dalla disciplina sostanziale. La classificazione dei redditi per categorie e la stessa nozione di presupposto incidono in modo determinante sull'obbligo di operare o meno la ritenuta alla fonte, la quale non è altro che una modalità di applicazione dell'imposta e di riscossione della stessa.

Il tributo sostitutivo deve invece trovare in sé la propria definizione di fatto imponibile, il quale si deve confrontare con i precetti di diritto costituzionale tributario.

Insomma, l'impressione che si ha leggendo la novella è che si sia andati oltre l'esigenza di realizzare l'esenzione da ritenuta per i non residenti e di evitare l'accumulo di posizioni creditorie, e che il nuovo regime fiscale dei titoli di Stato non sia che una prima tappa verso una ulteriore riforma della tassazione degli stessi, magari di più ampio respiro, che abbracci tutti i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti dall'investimento di capitali. Depone a favore di questa tesi la stessa delega contenuta nella legge di accompagnamento alla finanziaria per il 1997 (art. 3, comma 160) sia pure completata dalla previsione del mantenimento dell'aliquota del 12,50% della ritenuta sui titoli di Stato.

Riflessioni di politica finanziaria

La prima considerazione che può essere fatta riguardo al provvedimento è che esso toglie decisamente ogni fondamento alla teoria della partita di giro sostenuta a proposito della tassazione dei titoli di Stato.

La teoria afferma, nella sua formulazione tradizionale, che la modificazione e l'introduzione di un prelievo (ritenuta alla fonte) sugli interessi da titoli di Stato determina un corrispondente aggiustamento a livello di tasso lordo d'interesse.

Sillogisticamente si pone, quale premessa maggiore, che il tasso di interesse sul mercato finanziario è determinato e fissato dallo stesso mercato, non dalle autorità monetarie; quale premessa minore, che il mercato guarda al rendimento effettivo netto degli investimenti, ossia all'interesse al netto del prelievo fiscale; per cui si conclude che, di fatto, la ritenuta alla fon-

te è in tutto, o almeno in parte, traslata sul soggetto emittente, che dovrebbe compensare tale onere per l'investitore con un maggior tasso lordo. Da qui l'espressione "partita di giro", nel senso che il maggior gettito derivante all'Erario da un prelievo cedolare sui titoli pubblici viene vanificato da un maggior onere per interessi⁸.

Va detto che questo è stato l'argomento decisivo per cui, in sede di riforma tributaria degli anni '70, fu prevista l'esenzione dei titoli pubblici. E va aggiunto che, sebbene tale teoria non sia mai stata adeguatamente dimostrata sul piano scientifico⁹, nondimeno essa ha trovato molte conferme parziali sul piano dell'analisi empirica.

Tale effetto di traslazione è stato messo in parte in discussione con l'evoluzione delle regole di tassazione dei titoli pubblici, diversificate in relazione al sottoscrittore (rimborso della ritenuta ai non residenti, applicazione a titolo di acconto ad alcuni soggetti e a titolo d'imposta nei confronti di altri).

Il nuovo regime di imposizione pone invece fine, a nostro sommo avviso, ad un apprezzabile fenomeno di traslazione del tributo sulla rendita pubblica, mettendo così definitivamente in crisi la teoria della partita di giro.

Le considerazioni che possono essere fatte al riguardo sono le seguenti.

A grandi linee il nuovo sistema impositivo discrimina fra tre categorie di soggetti:

- a. gli investitori non residenti, i quali in genere beneficiano di un regime di esenzione totale da imposizione, sia sostitutiva, sia ordinaria;
- b. le società di capitali ed enti equiparati, non soggetti all'imposta sostitutiva, per i quali l'imposta sul reddito non colpisce gli interessi dei titoli pubblici ma un *posterius* che è costituito dal risultato netto di bilancio, nell'ambito del quale potrà essere adeguatamente gestita l'incidenza della fiscalità;
- c. i privati investitori e gli organismi di investimento collettivo, soggetti all'imposta sostitutiva.

Ora, se osserviamo l'elasticità della domanda di titoli pubblici da parte di queste tre macrocategorie di soggetti, è agevole notare che per quelli del gruppo a) l'elasticità è massima (i non residenti entrano ed escono dal mercato italiano con rapidità fulminea, sulla base di mere considerazioni di opportunità di investimento, come testimoniano le cronache dei mercati finanziari e i dati della bilancia dei paga-

menti); per quelli del gruppo b) è intermedia (la domanda di titoli pubblici è anche qui mossa essenzialmente da considerazioni di investimento in rapporto ad altre alternative di impiego dei capitali); per quelli del gruppo c) è minima (i privati, spesso definiti non a torto "*Bot people*", tendono comunque distrattamente a rinnovare i titoli in portafoglio, anche a causa della sostanziale mancanza di validi strumenti alternativi cui essi possano accedere; i fondi d'investimento devono comunque sottoscrivere titoli in quanto vincolati da specifiche regole di allocazione del portafoglio).

Il nuovo sistema impositivo, quindi, garantisce l'esenzione totale per i soggetti ad elevata elasticità di domanda, l'esenzione da prelievo cedolare (sostitutivo) per quelli a intermedia elasticità, tassando di fatto con l'imposta cedolare soltanto quelli con scarsa elasticità di domanda.

Se si osserva poi che i grossi *trends* dei tassi di interesse e dei corsi dei titoli pubblici sono determinati sui mercati finanziari prevalentemente dai soggetti di cui ai gruppi a) e b), mentre i privati e spesso anche i fondi comuni d'investimento non fanno che seguire il mercato, si può concludere che i tassi di interesse sul mercato secondario dei titoli pubblici sono la risultanza delle forze della domanda e dell'offerta dei lordisti, i quali ovviamente guardano al tasso lordo di rendimento.

Da ciò consegue che l'onere fiscale sui titoli pubblici grava di fatto, oltre che di diritto, sui soggetti che scontano l'imposta sostitutiva, e la traslazione dello stesso dal sottoscrittore all'emittente è praticamente annullata.

Questa considerazione rende necessaria una seconda riflessione, che attiene alla determinazione dell'effettivo onere fiscale gravante sul sottoscrittore privato di titoli pubblici. Difatti, l'interesse percepito non è per questo il reddito netto, ma il ricavo lordo, dal quale devono essere sottratti gli oneri afferenti "l'ammortamento del capitale" (quota di interessi destinata a ristorare l'investitore dall'inflazione, e quindi finalizzata a mantenere invariato nel tempo il potere d'acquisto del capitale investito) e dagli oneri di investimento.

Proviamo qui a ricostruire il "Conto economico" del sig. Rossi che ha sottoscritto Bot a un anno con regolamento 30 dicembre 1996, assumendo la ritenuta alla fonte come se fosse imposta sostitutiva e tralasciando per semplicità le spese per bolli.

Ricavo lordo (100 - 93,90 ¹⁰)	6,1
• Ammortamento del capitale (2,6% ¹¹ di 93,90)	2,4
• Commissioni di sottoscrizione (0,45% sul prezzo netto di aggiudicazione di 94,66)	0,4
Reddito al lordo dell'imposta	3,3
• Imposta (12,50% su 6,1)	0,7
Reddito al netto dell'imposta	2,6
Incidenza dell'imposta sul reddito lordo: 21%	

Come si può vedere, la ritenuta alla fonte (o imposta sostitutiva), nominalmente del 12,5%, incide per almeno il 21% su reddito in termini reali. Tale stima appare comunque approssimata per difetto, dovendosi ulteriormente assumere gli oneri di gestione dell'investimento (spese per deposito titoli, spese bancarie per le operazioni di accredito e addebito, bolli), e un maggior tasso di ammortamento del capitale rispetto al mero indice dei prezzi al consumo, il quale appare insufficiente per assicurare il mantenimento del potere d'acquisto della somma investita, sia per alcune inadeguatezze proprie dell'indice, sia per la necessità di tener conto del rischio di variazioni in aumento dello stesso nel corso dell'anno di durata dell'investimento.

Quindi la tassazione effettiva può essere anche sensibilmente superiore a quel 21% stimato, e si colloca comunque in linea con le aliquote medie applicate, a livello di sistema, ad altre categorie reddituali, annullando, di fatto, quella storica agevolazione di cui hanno sempre goduto i sottoscrittori di titoli pubblici, con effetti redistributivi della ricchezza nazionale tutt'altro che trascurabili.

La terza osservazione, a carattere conclusivo, può essere costituita da un giudizio di opportunità sulle riforme di tassazione dei redditi di capitale, realizzate e da realizzarsi. Qualunque in-

tervento normativo che rimuova le attuali distorsioni nell'allocazione delle risorse generate da un irrazionale e quantomai variegata tassazione dei redditi di capitale, e che avvicini il sistema agli obiettivi dell'equità e dell'efficienza del prelievo, non può che essere salutato con favore.

Altrettanto positivamente deve essere valutato ogni provvedimento che migliori l'attrattività fiscale dell'Italia nei confronti dell'estero e favorisca l'afflusso di capitali stranieri di investimento nel nostro Paese. Ne beneficerebbe sicuramente lo Stato sotto forma di minor costo di raccolta, ma anche l'intero Paese sotto forma di minori tassi di interesse a lungo termine espressi dai mercati.

Occorre tuttavia tenere sempre ben presenti due vincoli che caratterizzano la realtà italiana, costituiti dalla libertà valutaria e dalla necessità di finanziare un debito pubblico di dimensioni imponenti. I quali vincoli, innegabilmente, sono oggi meno sentiti grazie ad una congiuntura tutt'affatto peculiare, che si caratterizza per un livello dei tassi d'interesse nelle principali economie occidentali ai minimi storici di lungo periodo, accompagnata da una altrettanto ridotta volatilità delle variabili finanziarie, da un processo deflazionistico in atto, dai venti di eurottimismo per l'unificazione monetaria che hanno fatto correre i prezzi dei titoli pubblici e delle valute dei paesi considerati "deboli" a livelli fino a poco tempo fa impensati.

Siamo quindi oggi in condizioni favorevolissime per realizzare riforme di ampio respiro. Ma deve essere sottolineato che le riforme devono avere caratteristiche di sostenibilità nel lungo periodo. Così, il vincolo della libertà valutaria e il corrispondente rischio di fuga di capitali verso sistemi fiscali a minor imposizione possono essere ade-

guatamente gestiti con un monitoraggio fiscale dei flussi di capitale. Il quale monitoraggio, tuttavia, deve essere sapientemente equilibrato fra la necessità di assicurare la lotta all'evasione fiscale e quella di non risultare eccessivamente "opprimente" nei confronti delle ragionevoli esigenze di riservatezza dei risparmiatori e del principio di libera circolazione dei capitali. Altrimenti, come la storia valutaria degli ultimi cinquant'anni insegna, si ottiene l'effetto opposto.

E lo stesso vale per il vincolo del finanziamento del debito pubblico. Oggi, per le motivazioni sopra ricordate, investitori di tutto il mondo stanno facendo incetta di titoli italiani. A fronte, peraltro, di una progressiva riduzione degli impieghi delle famiglie residenti, che stanno lentamente procedendo verso una maggior diversificazione degli investimenti. Ma non è detto che, con il mutare della congiuntura, questa situazione sia destinata a rimanere tale.

Se si vuole quindi che il rifinanziamento del debito sia sempre e comunque assicurato sul mercato interno, non si ripeta mai più, per nessuna ragione, anche quelle in astratto più nobili ed eque, l'errore del 1992, quando con un colpo di mano notturno i depositi bancari furono depredati con un tributo straordinario, il che fu una delle cause determinanti della crisi valutaria senza precedenti che ne seguì e che portò il paese sull'orlo della bancarotta.

Fondamentale è non tradire mai la fiducia dei risparmiatori, non rispettando la parola data. E da questo punto di vista l'assoggettamento nel 1996 ad imposta di donazione dei trasferimenti di titoli di Stato, in spregio della promessa di "esenzione presente e futura", non è un bel segnale. Ma ripetere l'errore del 1992 sarebbe diabolico.

note

1 Cfr. R. Lupi, *Prime osservazioni sulla nuova tassazione delle obbligazioni quotate in borsa (dalla ritenuta alla fonte all'imposta sostitutiva)*, in *Rass. trib.*, 1996, 789 e ss.

2 Cfr. E. Blumenstein, *Sistema di diritto delle imposte*, trad. it. Milano, 1954, 26.

3 Cfr. in tal senso Lupi, *op. loc. cit.*

4 Sul concetto di imposta sostitutiva si rinvia alla fondamentale monografia di Antonini, *I regimi fiscali sostitutivi*, Milano, 1969; nonché, fra gli altri, ai lavori di Polano, *Spunti teorici e prospettive in tema di regimi tributari sostitutivi*, in *Dir. prat. trib.*, 1972, I, 253 e ss.; Ingrosso,

Annotazioni sulle imposte sostitutive, *ivi*, 1983, I, 440 e ss.

5 Cfr. ancora Lupi, *op. cit.*, 790.

6 Irpef o Irpeg, ma non certo l'Ilor, trattandosi di redditi di fonte estera. *Contra*, inspiegabilmente, Lupi, *op. cit.*, 791.

7 Cfr. per tutti, in senso conforme, Fantozzi, *Diritto tributario*, Torino, 1991, 53.

8 In tal senso abbiamo scherzosamente affermato che "i redditi di capitale certi, derivanti dalla rendita di titoli pubblici, non erano tassati o lo erano solo in misura simbolica del 12,50%, giacché l'onere fiscale veniva di fatto traslato

sul soggetto erogante, stante la regola di mercato del tasso netto" (cfr. Pacioli, *Il teorema del fisco... evasore*, in *Summa*, 1996, n. 111, 9).

9 Sul punto si rinvia all'ottimo studio di Guerra, *La tassazione dei redditi di capitale in capo alle persone fisiche: problemi e prospettive*, in *Riv. fin. sc. fin.*, 1995, I, 275 e ss., ove ult. rif. bibl.

10 Prezzo medio ponderato lordo, aumentato della maggiorazione per offerte non competitive. I dati sono desunti da *Il Sole 24 Ore* del 24 dicembre 1996, 2.

11 Tasso di inflazione al consumo per il mese di novembre 1996.