Commissione Finanze della Camera dei Deputati

Disegno di legge delega A.C. n. 1762, recante “Delega per il riordino della normativa sulla tassazione di redditi di capitale, sulla riscossione e accertamento dei tributi erariali, sul sistema estimativo del catasto e per la redazione di testi unici delle disposizioni sui tributi statali”

Audizione del Direttore Generale Stefano Micossi e del
Condirettore Generale Ivan Vacca dell’Assonime
Associazione delle società italiane per azioni

Roma, 20 dicembre 2006

assonime

1. Il disegno di legge A.C. n. 1762 presentato il 4 ottobre 2006 dal Ministro dell'Economia e delle Finanze delega il Governo a riordinare la normativa sulla tassazione dei redditi di capitale, la riscossione e l'accertamento dei tributi erariali, il sistema estimativo del catasto fabbricati, nonché a redigere testi unici delle disposizioni sui tributi statali. In questa sede limitiamo le nostre osservazioni alla riforma della tassazione dei redditi finanziari, riservandoci, se il Presidente lo consente, di inviare nei prossimi giorni brevi osservazioni scritte riguardo a taluni aspetti di fondo della riforma dell'accertamento.

2. Prima di entrare nel dettaglio degli argomenti, ci sia consentita un'osservazione generale. In tutti i principali paesi negli anni recenti la tassazione dei redditi da capitale mostra un'evoluzione comune verso l'unificazione delle aliquote, senza distinzione tra interessi, dividendi e variazioni di valore, e la tassazione separata dei frutti del capitale con aliquota secca, a titolo definitivo, ben inferiore all'aliquota massima di imposizione dei redditi personali. Tali caratteristiche dell'imposizione dei redditi di capitale riflettono l'esigenza di fornire ai risparmiatori e agli investitori un quadro fiscale semplice, trasparente e non distorsivo – nel quale l'imposta dovuta sia nota in anticipo, non sia in alcun modo legata alla posizione economica e patrimoniale dell'investitore e garantisca l'anonimato del portatore dei titoli – in un ambiente finanziario caratterizzato dalla crescente mobilità dei capitali, dove i risparmiatori sono in grado di spostarsi rapidamente alla ricerca dei rendimenti e delle condizioni di trattamento migliori. Un'implicazione rilevante, comunemente accettata negli ordinamenti dei paesi avanzati, è che la tassazione dei redditi di capitale non costituisce strumento idoneo per realizzare finalità redistributive o favorire particolari forme di impiego del risparmio. Il migliore sistema di tassazione è quello che riduce al minimo il numero delle aliquote, meglio se a una sola; che si applica uniformemente a tutti i frutti del capitale, senza distinzioni per la natura e

l'origine; che riduce al minimo i costi dell'accertamento e della riscossione dell'imposta.

3. Fra i principi di fondo della delega per la riforma dei redditi di capitale, due in particolare assumono rilievo nell'orientare il legislatore delegato: a) l'unificazione, in misura non superiore al 20 per cento, delle aliquote delle ritenute e delle imposte sostitutive sui redditi di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria; b) l'equivalenza di trattamento tra i diversi redditi e strumenti di natura finanziaria nonché tra gli intermediari finanziari. Sull'attuazione di questi principi si è soffermata la Commissione di studio appositamente costituita presso il Ministero dell'Economia, presieduta dalla Prof.ssa Maria Cecilia Guerra, che nella relazione conclusiva del 27 settembre 2006 fornisce un quadro esauriente della situazione attuale e propone varie indicazioni sull'attuazione della legge delega. Come si vedrà, alcune di tali indicazioni a noi sembrano non condivisibili, in quanto contrastanti con i principi di trasparenza e semplicità sopra esposti.

L'UNIFICAZIONE DELLE ALIQUOTE

4. Secondo i criteri enunciati dalla delega, l'unificazione delle aliquote deve essere realizzata senza incidere sulle vigenti disposizioni che prevedono l'esenzione, ovvero la non imponibilità, dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria; introducendo eventuali misure compensative, anche aventi natura di deduzioni o detrazioni d'imposta a favore dei soggetti economicamente più deboli; prevedendo un'adeguata disciplina transitoria volta ad evitare segmentazioni del mercato e ingiustificati guadagni o perdite di forme di risparmio o categorie di risparmiatori.

5. I redditi finanziari sono tradizionalmente distinti in redditi di capitale (interessi, dividendi, etc.), sottoposti a imposizione al lordo degli eventuali costi di produzione,

e redditi diversi di natura finanziaria, essenzialmente le plusvalenze su partecipazioni, sottoposti a imposizione al netto dei relativi costi di produzione. Le persone fisiche non imprenditori sono assoggettate a prelievo alla fonte a titolo definitivo, con aliquota diversificata a seconda della tipologia del reddito; invece, i soggetti imprenditori devono far concorrere i proventi in esame alla formazione dell'imponibile complessivo dell'impresa. L'imposta sostitutiva sui proventi da depositi e conti correnti bancari e postali e da obbligazioni con scadenza inferiore a diciotto mesi è pari al 27 per cento; per gli interessi dei titoli del debito pubblico, sui buoni postali e sulle obbligazioni con scadenza superiore a diciotto mesi è invece pari al 12,5 per cento. L'aliquota del 12,5 per cento si applica anche al risultato netto delle gestioni patrimoniali e dei fondi comuni, con la particolarità che in tali casi la tassazione colpisce il risultato maturato – anziché quello realizzato, come avviene negli altri paesi europei – e prevede la compensazione delle minusvalenze non solo con le corrispondenti plusvalenze, ma anche con gli altri redditi della gestione. Invece la tassazione dei frutti del risparmio amministrato e di quello riportato in dichiarazione dei redditi si applica nel momento della realizzazione. Infine, l'aliquota del 12,5 si applica anche ai dividendi e alle plusvalenze relativi a partecipazioni 'non qualificate'. Viceversa, i dividendi e le plusvalenze su partecipazioni qualificate¹ concorrono alla determinazione dell'imponibile complessivo della persona fisica per il 40 per cento del loro ammontare.

6. Nel 2004, il gettito della tassazione dei redditi finanziari ammontava a circa 11 miliardi di euro. In un'ottica di neutralità, è stato ipotizzato di uniformare le attuali due aliquote del 27 e del 12,5 per cento. Se la struttura e i rendimenti lordi dei portafogli finanziari restassero invariati rispetto al 2004, l'invarianza di gettito, rispetto al sistema attuale, si realizzerebbe con un'aliquota uniforme intorno al 15 per cento; ogni punto di aumento dell'aliquota sopra il 15 per cento determinerebbe, a

¹ Per tali si intendono quelle che rappresentano una percentuale di diritti di voto nell'assemblea ordinaria superiore al 2 o al 20 per cento, ovvero una partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5 o al 25 per cento, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni.

composizione invariata degli impieghi di risparmio, un maggior gettito di circa 0,6 miliardi di euro, cosicché un'unificazione dell'aliquota al 20 per cento produrrebbe maggiori entrate non superiori a 3 miliardi di euro - anche se occorre ricordare che livelli crescenti dell'aliquota possono ridurre in qualche misura la domanda di questi strumenti finanziari, riducendo il gettito². Comunque, il buon andamento delle entrate fiscali nel 2006 consente di ritenere le esigenze di gettito meno rilevanti, tra i motivi della riforma, rispetto a quelli della semplicità e della trasparenza del sistema. ~~Il rischio che l'unificazione dell'aliquota possa determinare una fuga dei capitali verso gli altri Paesi che, come il nostro, non prelevano alcuna tassazione in capo ai non residenti ovvero, in senso contrario, possa disincentivare le importazioni di capitali, non va sopravvalutato. Come dimostrato dall'evidenza empirica, la sensibilità della maggioranza dei sottoscrittori al differenziale di tassazione fra interessi interni ed esterni è piuttosto contenuto, anche per la presenza delle ritenute in ingresso e del monitoraggio dei flussi di capitale da e per l'estero; quanto alle importazioni di capitali, esse non saranno disincentivate dall'aumento dell'aliquota, posto che i redditi percepiti da non residenti sono per lo più non assoggettati a ritenuta; mentre le stesse importazioni potrebbero essere incoraggiate nel caso in cui le ritenute siano oggi prelevate come sui dividendi nella misura massima attualmente esistente.~~

7. Qualunque sia la misura unificata dell'aliquota, essa in linea generale dovrebbe applicarsi a tutti i redditi finanziari, inclusi i titoli di Stato. La delega, come abbiamo visto, invita ad evitare segmentazioni di mercato e, in particolare, l'emersione di ingiustificati guadagni o perdite per gli investitori. Ciò indurrebbe a privilegiare la soluzione, caldeggiata anche dalla Commissione, che la nuova aliquota sia applicata a tutti gli strumenti finanziari, sia nuovi che precedentemente emessi, e che la sua

² Per i titoli di Stato, in particolare, è stato osservato che, a fronte di un incremento del prelievo sui proventi dei titoli pubblici, lo Stato potrebbe essere obbligato a pagare agli investitori tassi di interesse (lordi) più elevati, così che il maggior gettito sarebbe in parte vanificato da maggiori oneri per interessi. In realtà, la parte prevalente dei titoli del debito pubblico è detenuta da investitori esteri (oltre il 55 per cento del totale), fondi di investimento (9 per cento) e altri soggetti esenti dalla ritenuta alla fonte; la quota dei risparmiatori privati è minore. Dunque, ogni effetto della riduzione della domanda sui rendimenti dei titoli pubblici sarebbe presumibilmente contenuto.

applicazione venga riferita ai redditi maturati a partire da una determinata data futura, onde evitare effetti retroattivi. Tuttavia, l'innalzamento dell'aliquota provocherebbe una caduta iniziale del valore di mercato dei titoli a reddito fisso in circolazione, tanto più elevata quanto più lunga è la vita residua dei titoli, penalizzando coloro che abbiano necessità di disinvestire per esigenze di liquidità. Il fenomeno assumerebbe rilevanza notevole, dato che l'aumento dell'aliquota in discussione sarebbe di quasi otto punti percentuali. Al riguardo, si può ricordare che la soluzione di tassare solo i titoli di nuova emissione fu già adottata nel 1986, in occasione dell'innalzamento dal 6,25 per cento al 12,5 per cento dell'aliquota sugli interessi dei titoli di Stato. In quel caso, parve più equo tollerare eventuali arbitraggi a favore dei vecchi investitori che non impreviste penalizzazioni a loro danno. Tale soluzione implica peraltro il mantenimento di gestioni separate presso gli intermediari per i titoli coinvolti, con notevoli complicazioni e oneri amministrativi.

8. Considerazione separata merita la tassazione dei dividendi. L'uguaglianza dell'aliquota tra interessi e dividendi si tradurrebbe in un aggravio eccessivo e iniquo dell'imposizione dei frutti dell'investimento aleatorio: infatti, poiché, differentemente dagli altri redditi di capitale, i dividendi non costituiscono costi deducibili dal reddito della società erogante, l'imposta sui dividendi si cumulerebbe con quella sugli utili della società partecipata. Come osserva anche la relazione della Commissione Guerra, ove l'aliquota unificata venisse portata al 20 per cento, la tassazione dei dividendi da partecipazioni societarie non qualificate, comprensiva delle imposte societarie e personali, salirebbe – anche senza considerare l'Irap – dal 41,4 per cento al 46,4 per cento, sensibilmente superiore all'imposta effettiva sui proventi delle partecipazioni qualificate.

9. Una soluzione alternativa potrebbe essere quella di mantenere per tali redditi l'attuale aliquota del 12,5 per cento, ~~evidentemente~~. Essa, però, accentuerebbe la complessità e i costi amministrativi, richiedendo una gestione separata da parte degli

intermediari. E' sufficiente rilevare, al riguardo, che tanto nel sistema di misurazione dei rendimenti del risparmio gestito quanto in quello dei fondi, i dividendi e le plusvalenze in questione non potrebbero essere sommati ~~alle plusvalenze e alle minusvalenze e~~ ai redditi di capitale di altra natura, ~~a causa proprio per effetto~~ della diversità di aliquota impositiva. Una diversa soluzione, che evita tali complicazioni, sarebbe quella di applicare la nuova aliquota unificata anche a dividendi e plusvalenze, riducendone proporzionalmente la base imponibile ~~in modo al fine di da~~ riportare l'aliquota d'imposta effettiva in linea con quella sugli altri redditi finanziari. ~~il sistema sostanzialmente invariato ed omogeneo rispetto alla tassazione progressiva prevista~~

10. Come accennato, la delega, nel prevedere l'unificazione dell'aliquota di tassazione dei redditi finanziari, contempla anche l'eventuale introduzione di misure compensative a favore dei soggetti economicamente più deboli: simili misure non sono però praticamente attuabili; ~~misure che tuttavia, a nostro avviso, allo stato attuale non hanno concrete possibilità di essere predisposte. A questo riguardo, si ritiene di dover condividere le osservazioni svolte dalla~~. In effetti, la previsione di soglie di esenzione commisurate all'ammontare dei redditi non appare realizzabile se non prendendo in considerazione tutti ~~tenendo conto del coacervo~~ gli investimenti finanziari di un dato contribuente, ~~anche se ottenuti differenziati~~ unitamente agli altri redditi soggetti ~~è a~~ tassazione Irpef ~~progressiva~~. Una tale verifica non potrebbe che essere attuata in sede di dichiarazione dei redditi. Sorgono qui due ostacoli dirimenti. In primo luogo, svariati ~~come nota anche la Commissione Guerra,~~ milioni di contribuenti non sono tenuti a presentare la dichiarazione dei redditi. Inoltre, dovrebbe cadere l'anonimato fiscale sugli investimenti ~~investimenti~~ interessati; la tentazione di estendere l'obbligo di dichiarazione anche ad altre posizioni potrebbe nel tempo rivelarsi irresistibile, volgendo in fuga i risparmiatori.

11. ~~Per completezza, occorre ricordare che~~ IL unificazione delle aliquote sulle rendite finanziarie costituisce, a nostro avviso, utile occasione per intervenire anche sulla fiscalità dei canoni di locazione dei fabbricati. Le tradizionali differenze di trattamento fiscale tra impieghi immobiliari e mobiliari della ricchezza, che si giustificavano in passato per la diversa mobilità delle basi imponibili, non hanno più ragione di essere mantenute, considerata anche la possibilità di trasformare, senza oneri significativi, una tipologia di attività in un'altra attraverso il ricorso a strumenti finanziari derivati. ~~In un contesto di omogeneizzazione delle aliquote sui redditi di natura finanziaria, appare ragionevole estendere ai canoni di locazione un meccanismo di tassazione~~ sostitutiva analogo a quello ~~dei che sarà previsto per i~~ redditi finanziari; si ricordi, al riguardo, che già oggi le plusvalenze immobiliari delle persone fisiche sono tassate con aliquota secca del 20 per cento. L'incentivo a celare i redditi da locazione ne sarebbe molto diminuito; il calo del gettito sui redditi dichiarati sarebbe probabilmente compensato dall'emersione di base imponibile oggi non dichiarata; il mercato ne guadagnerebbe in trasparenza e, presumibilmente, aumenterebbe anche l'offerta sul mercato di alloggi per l'affitto.

L'EQUIVALENZA DI TRATTAMENTO DEI PROVENTI FINANZIARI

12. I principi di delega ~~indicano l'obiettivo di, come sopra evidenziati, invitano ad introdurre una disciplina che attui~~ una doppia equità orizzontale, oggettiva e soggettiva: con riguardo, cioè, ai diversi strumenti finanziari e ~~ai in ragione dei~~ diversi intermediari ~~finanziari~~. Al riguardo, la ~~La~~ Commissione Guerra muove, ~~di studio ha preso le mosse, nella sua analisi, da una questione di fondo di assoluta~~ rilevanza, che riguarda ~~dall'~~attuale sistema di imposizione per maturato dei fondi mobiliari, la quale, ~~come detto,~~ assume ~~ha~~ per base imponibile il risultato netto di gestione ~~(o delle perdite)~~ in ogni periodo d'imposta. Questo regime ha determinato una posizione di svantaggio competitivo dei fondi italiani rispetto a quelli esteri, i

quali ~~in linea generale~~ dappertutto, sono ~~invece negli altri Stati~~ fiscalmente trasparenti e privi di soggettività; l'imposta ricade dunque sui portatori delle quote. La tassazione per maturato dei fondi ha determinato l'accumulo di posizioni creditorie di notevole entità e incerta realizzazione nei confronti del fisco: esse riflettono i prelievi d'imposta della tassazione delle sulle plusvalenze maturate che non è stato possibile compensare con le minusvalenze in seguito subite per il cedimento dei corsi di mercato. ~~in una prima fase di espansione dei mercati cui ha fatto seguito una fase di emersione di minusvalenze non ancora resesi compensabili con corrispondenti poste positive.~~ Riconoscendo tali inconvenienti, la Commissione propone l'eliminazione della soggettività tributaria dei fondi, il cui trattamento fiscale si allineerebbe pertanto a quello degli altri ordinamenti. Tale proposta è da noi fortemente condivisa. ~~in questo modo, espansa la loro liquidità e la loro capacità di investimento. In particolare, assumendo tale minimo comune denominatore, la Commissione analizza tre possibili soluzioni.~~

13. Ferma restando l'abolizione della soggettività tributaria dei fondi, la Commissione analizza tre possibili ipotesi per la tassazione dei redditi finanziari. Una prima ipotesi consisterebbe nel mantenere il sistema nelle sue attuali articolazioni, con l'unica novità dell'introduzione ~~di~~ un meccanismo di 'equalizzazione', volto ad incrementare la base imponibile presso gli investitori in proporzione alla durata dell'investimento. Tale equalizzatore troverebbe applicazione anche per i redditi conseguiti ~~dall'investitore~~ dall'acquisto ~~assunzione~~ di quote di fondi esteri, è garantendo ~~la~~ piena uguaglianza equivalenza di trattamento. Invariati rimarrebbero, viceversa, i due regimi opzionali del risparmio gestito e del risparmio amministrato (~~o~~ nonché quello della dichiarazione). Secondo la Commissione, questa soluzione richiederebbe l'applicazione dell'equalizzatore anche ~~ai~~ titoli zero coupon, ~~ai~~ cioè, senza cedola, e alle polizze vita, strumenti di reddito ad accumulo e a incasso posticipato.

14. Una seconda ipotesi consisterebbe nell'applicare uniformemente la tassazione per cassa, senza alcun equalizzatore. Tale impostazione potrebbe trovare attuazione con due modalità alternative. Una possibilità sarebbe quella di mantenere, per le gestioni individuali e i fondi, la natura di soggetti 'lordisti', prevedendo che la tassazione avvenga in capo al sottoscrittore nel momento della realizzazione. La Commissione, ~~peraltro,~~ respinge questa soluzione, essenzialmente perché essa ~~di non poter dare preferenza a questo criterio~~ manterrebbe, ~~e anzi amplificherebbe,~~ le differenze di trattamento esistenti tra i tre regimi di prelievo; invece, a noi pare che molte ragioni militino in suo favore, come si spiegherà. Alternativamente, la Commissione argomenta che si potrebbe ~~e accentuerebbe gli effetti di lock-in e di arbitraggio sulle minusvalenze tipici della tassazione per cassa. In particolare, i fondi conserverebbero — a differenza del regime amministrato e della dichiarazione — la possibilità di compensare le minusvalenze con le plusvalenze e i redditi di capitale e beneficerebbero, al contempo, del differimento della tassazione al momento in cui il quotista decida di attuare il disinvestimento. A sua volta, per il risparmio gestito individuale ci sarebbe un rinvio sine die della tassazione, salva l'eventualità di introdurre apposite regole di anticipazione della tassazione.~~ tassare il risparmio gestito secondo il principio della realizzazione in capo ai fondi e alle gestioni, che pertanto subirebbero – come soggetti 'nettisti' – lo stesso prelievo dei redditi di capitale nel risparmio amministrato. Questa soluzione appare senz'altro da rigettare, non solo per le complicazioni gestionali rilevate dalla Commissione, ma soprattutto perché di fatto essa comporta un trattamento dei fondi simile a quello attuale del maturato, del quale già si è visto l'effetto avverso sulla competitività dell'industria finanziaria italiana.è

15. La Una-terza~~eriores~~ ipotesi, che la Commissione raccomanda di seguire, prevede la tassazione ~~propone e alla quale sembra attribuire maggiori preferenze~~ 'per maturato' di tutti i redditi finanziari, sempre mantenendo l'esclusione della soggettività tributaria dei fondi. La Commissione giustifica questa proposta essenzialmente in base a considerazioni di equità orizzontale tra gli investitori; in

realtà, è trasparente nelle sue conclusioni la preoccupazione di anticipare il gettito e contrastare fenomeni di *lock in* – cioè la possibilità che gli investitori rinviino artificialmente la realizzazione degli investimenti per ritardare il pagamento dell'imposta.

~~A questo riguardo, svolgiamo di seguito alcune osservazioni.~~

16. Il sistema di tassazione per maturato – pur apparentemente preferibile sul piano squisitamente teorico – suscita rilevanti obiezioni e difficoltà applicative: tanto è vero che esso non trova applicazione in alcun ordinamento estero. ~~una serie di considerazioni che meritano di essere esaminate partitamente:~~ Si considerino in primo luogo le obiezioni economiche.

~~a) anzitutto,~~ Anzitutto, non esiste alcuna evidenza empirica che confermi l'esistenza di fenomeni di *lock in* dei frutti del risparmio al fine di differire l'imposta nei sistemi di tassazione dei proventi realizzati. In effetti, dal punto di vista del gettito, ciò che rileva non è il comportamento di un individuo in isolamento, ma il comportamento medio dei risparmiatori, quale risulta dalla distribuzione delle scelte individuali. La durata media degli impieghi del risparmio di una vasta platea di risparmiatori dipende da vari fattori, incluse la preferenza per la liquidità e le esigenze di cassa, la disponibilità ad assumere rischi, i rendimenti attesi. Rispetto ad essi, l'effetto della tassazione è un fattore di minor rilievo; l'unificazione dell'aliquota al 20 per cento potrebbe al massimo determinare un lieve allungamento della durata media dell'investimento, con effetti solo transitori sul gettito. ~~ove si guardi al dato complessivo degli investimenti, non vi è alcuna evidenza empirica dell'effetto di *lock in* che la Commissione paventa quale presumibile effetto di una tassazione per cassa: in effetti, sul comportamento di una pluralità di investitori e, in particolare, sulle scelte relative al mantenimento o alla liquidazione dell'investimento, agiscono istanze non univocamente riconducibili a quelle fiscali.~~

17. Inoltre, la pretesa neutralità di un sistema di tassazione riferito al maturato – basata sulla sua capacità di contrastare fenomeni elusivi – è semplicemente illusoria. Sarebbe pur sempre possibile, infatti,
~~Anche l'attitudine di una tassazione sul maturato ad eliminare i comportamenti elusivi è una valutazione discutibile: nel caso di un'applicazione generalizzata del principio di maturazione è, infatti, pur sempre possibile~~ porre in essere operazioni con *offsetting* strumenti derivati tali da compensare le delle eventuali plusvalenze maturate., ~~realizzando così un arbitraggio fiscale.~~ Infine, la tassazione in base al maturato – tassando linearmente i proventi anno per anno – riduce in misura cumulata e crescente nel tempo, secondo la formula dell'interesse composto, i rendimenti dell'investimento, inducendo probabilmente una maggior preferenza per la liquidità e una caduta del tasso di risparmio.

~~Piuttosto, merita evidenziare che il maturato non è neutrale, poiché spinge a non effettuare investimenti di lungo periodo. In altri termini, la tassazione sul maturato incide negativamente sugli investimenti di lungo periodo, in quanto determina un costo ulteriore (rappresentato dall'anticipazione dell'imposizione) che induce agli smobilizzi;~~

18. Sotto un profilo più strettamente giuridico, una generalizzata tassazione sul maturato incide sul principio di effettività della capacità contributiva, perché può condurre ad anticipare imposte su rendimenti meramente virtuali, suscettibili di essere riassorbiti da perdite successive e tali da annullare la stessa sussistenza del reddito all'atto del successivo realizzo dell'attività finanziaria. Si pensi, a questo riguardo, all'effetto distorsivo che può venire a determinarsi nell'ipotesi in cui due contribuenti che abbiano investito un ammontare di 100, e abbiano l'uno maturato una plusvalenza di 10 e l'altro una minusvalenza di 10 nel medesimo anno, vedano tornare nell'anno successivo, in cui attuano il disinvestimento, il loro capitale a 100. Pur ritraendo il medesimo ammontare, l'uno avrà subito imposizione e l'altro ne sarà rimasto esente.

19. Sotto il profilo tecnico, la tassazione per maturato implica una ricognizione con criteri attendibili delle plus e delle minusvalenze delle attività in portafoglio; ricognizione che, se è possibile per i titoli quotati e per quelli che hanno un funzionante mercato di riferimento, per le altre attività è assai complessa, talora addirittura arbitraria. La Commissione Guerra tende a sottovalutare questo aspetto; essa non sembra ricordare che le attività patrimoniali senza un prezzo di riferimento rappresentano la parte prevalente della ricchezza dei risparmiatori. In questa categoria rientrano gli enormi volumi dei derivati *over the counter* (OTC). Inoltre, nel caso dei fondi immobiliari, non solo le valutazioni dei grandi immobili sarebbero inevitabilmente aleatorie, data la illiquidità degli attivi, ma i problemi di provvista per il pagamento delle imposte potrebbero condurre alla liquidazione dei fondi stessi.

20. Da ultimo, il sistema di tassazione per maturato non risolve – anzi accentua, spostandolo sui singoli investitori – il problema dell’accumulo di crediti d’imposta a fronte di risultati negativi di gestione, che già ha mostrato i suoi effetti avversi sul sistema dei fondi mobiliari. In effetti, l’utilizzabilità fiscale dei risultati negativi di gestione è subordinata alla circostanza che maturino, nei periodi successivi, risultati positivi di importo almeno uguale. La generalizzazione di una tassazione per maturato comporta anche la generalizzazione di questo problema, destinato ad assumere peso crescente con l’innalzamento dell’aliquota.

21. In conclusione, a noi sembra che – ferma rimanendo comunque l’eliminazione della soggettività tributaria dei fondi – la soluzione preferibile sarebbe di mantenere il sistema attualmente in vigore di tassazione differenziata tra risparmio amministrato, affidato in gestione individuale e investito in fondi. La permanenza di diversi regimi fiscali non deve essere valutata come un attributo negativo: si tratta pur sempre di regimi opzionali, a ciascuno dei quali corrispondono vantaggi e svantaggi noti *ex ante*, e dunque pienamente scontati dal contribuente nel momento dell’investimento

in relazione alle proprie personali esigenze, che non generano effetti indesiderati a danno del fisco. La diversità di tassazione riflette in pratica diverse caratteristiche di liquidità dell'investimento: in questo senso, questa soluzione non contraddice il criterio di delega circa l'equivalenza di trattamento tra diversi veicoli di investimento.

22. Quanto al meccanismo dell'equalizzatore, in linea generale la rideterminazione *ex post* della base imponibile dell'investimento, che ne consegue, non è una soluzione auspicabile né da un punto di vista economico né da un punto di vista giuridico. Infatti, essa introduce un elemento di indeterminatezza nell'imposta sui frutti dell'investimento che non corrisponde ad alcuna apprezzabile giustificazione; né in effetti nulla del genere esiste in altri ordinamenti. Se effettivamente i titoli *zero coupon* rappresentassero una tipologia di investimento più redditizia delle altre, agevolata sul piano fiscale per la mancanza di cedola, il mercato non avrebbe mancato di farne esplodere l'utilizzo rispetto alle altre forme di investimento *cum cedola*. Il fatto che ciò non sia avvenuto indica oltre ogni dubbio l'erroneità delle premesse alla base della proposta.