

Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*

1. A una prima lettura dei decreti delegati per la riforma tributaria le disposizioni che disciplinano l'imposizione dei redditi da titoli obbligazionari (1) appaiono profondamente innovatrici, sia dal punto di vista dei loro effetti sui costi, assoluti e relativi, delle varie forme di finanziamento, sia dal punto di vista strettamente fiscale della produzione di gettito.

Le innovazioni al precedente regime apportate dai decreti di riforma si possono così puntualizzare:

a) La generalizzata esenzione di fatto — ma non di diritto — dalle imposte personali (complementare e di famiglia), di cui hanno goduto finora i percettori degli interessi sui titoli obbligazionari, per la ben nota evasione in questo campo, è trasformata dalla riforma in esenzione di diritto degli interessi delle obbligazioni dalla nuova imposta personale progressiva. Gli interessi sono assoggettati ad un'imposta sostitutiva riscossa mediante ritenuta alla fonte da parte dell'emittente all'atto del pagamento degli interessi.

In conformità al principio generale di abolizione dei tributi reali che caratterizza la riforma tributaria, nessun altro gravame paragonabile alle precedenti imposte reali (R.M. cat. A e imposta sulle obbligazioni) si aggiunge a questa « cedolare secca », che colpisce gli interessi in sostituzione dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e dell'ILOR.

b) L'aliquota della nuova imposta sostitutiva sugli interessi dei titoli è differenziata in quattro categorie a seconda degli enti emittenti. Tale differenziazione è più ampia che nel sistema prece-

(*) Gli AA. desiderano ringraziare i dott. A. DI MAJO, D. GALLETTA e P. SAVONA per aver letto e commentato il manoscritto.

(1) La nuova disciplina tributaria dei redditi delle obbligazioni, e titoli similari, già delineata nell'art. 9 della legge-delega sulla riforma tributaria (L. 9 ottobre 1971, n. 825) è ora contenuta nell'art. 26 del D.P.R. n. 600 del 29 settembre 1973.

dente, in cui essenzialmente si potevano individuare due categorie di titoli, quelli esenti dall'imposta di R.M. cat. A (titoli di Stato, obbligazioni degli istituti speciali di credito e delle holdings finanziarie pubbliche), e quelli assoggettati all'imposizione mobiliare (obbligazioni emesse dalle società private, incluse le finanziarie) (2).

Anche nella nuova disciplina le obbligazioni emesse dalle società private sono sottoposte all'aliquota più elevata (30 per cento); da queste sono, però, scorporate le obbligazioni emesse dalle società finanziarie private, che vengono assoggettate alla medesima aliquota stabilita per i titoli degli enti autonomi di gestione delle partecipazioni statali (20 per cento) (3). Le obbligazioni emesse dagli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine sono soggette ad un'aliquota ancora inferiore (10 per cento), mentre i titoli di Stato e assimilati (4) sono esenti anche da tale imposta sostitutiva.

c) Il sistema precedente prevedeva la facoltà di rivalsa dell'emittente sul percettore degli interessi per le somme versate a titolo di imposta di R.M. cat. A, e sulle obbligazioni. Ma la facoltà di rivalsa non è stata quasi mai esercitata, cosicché gli uffici fiscali pretendevano dalle società emittenti il pagamento anche della R.M. cat. B e dell'imposta societaria quota-reddito sulle somme corrispondenti all'imposta di cat. A (commisurata agli interessi) e all'imposta

(2) In effetti solo i titoli di Stato erano completamente esenti dall'imposizione reale, in quanto gli altri titoli che abbiamo assimilato ad essi (titoli degli istituti speciali e delle holdings pubbliche) erano soggetti ad imposte in abbonamento, e i titoli dell'IRI e dell'ENI anche all'imposta sulle obbligazioni (l'ENI peraltro contestava il pagamento di tale tributo, sostenendo che esso doveva considerarsi coperto dall'ampia formula di esenzione accordata dallo Statuto alle proprie obbligazioni). Le imposte in abbonamento, che sostituivano l'imposta di R.M. cat. A ed inoltre i tributi indiretti afferenti le emissioni dei titoli (imposte di registro, di bollo, ecc.), erano commisurate al capitale impiegato dagli enti emittenti ed avevano aliquote assai basse: 0,05 per cento per l'IRI; 0,10 per cento per l'ENI e per gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine indicati nella L. 27 luglio 1962, n. 1228; 0,15 per cento per gli altri istituti. Si osservi che al tasso di interesse del 6 per cento l'aliquota dello 0,10 per cento sul capitale corrisponde ad un'aliquota dell'1,6 per cento circa sugli interessi; mentre l'aliquota della R.M. cat. A (comprensiva delle addizionali) era pari al 36 per cento circa degli interessi. Poiché, dunque, l'onere dei tributi a carico delle obbligazioni degli istituti speciali per il credito e degli enti di gestione delle partecipazioni statali era veramente modesto, dal punto di vista del costo fiscale era lecito, sotto il regime pre-riforma, raggruppare i titoli nelle due categorie indicate nel testo.

(3) Le società finanziarie sono quelle iscritte nell'apposito elenco tenuto presso la Banca d'Italia. Le società finanziarie a prevalente partecipazione statale sono quelle indicate all'art. 7 del D.P.R. n. 598 del 29 settembre 1973.

(4) I titoli esenti dall'imposta sostitutiva sugli interessi sono indicati all'art. 31 del D.P.R. n. 601 del 29 sett. 1973: figurano tra questi anche le obbligazioni emesse dall'ENEL.

sulle obbligazioni. Il decreto di riforma stabilisce l'obbligo della rivalsa per l'imposta sostitutiva, eliminando così le questioni controverse sulla indetraibilità dal reddito di impresa dei tributi per i quali non sia stata esercitata la rivalsa.

d) Per quanto riguarda le persone giuridiche, la riforma prevede l'assoggettazione degli interessi percepiti sui titoli (esclusi soltanto quelli dei titoli esenti anche dall'imposta sostitutiva) all'imposta sul reddito delle persone giuridiche e all'ILOR. Pertanto, l'imposta sostitutiva sugli interessi, trattenuta alla fonte, ha natura di acconto delle imposte dovute dalle persone giuridiche sul loro reddito imponibile (5). L'aliquota normale della nuova imposta sulle persone giuridiche è del 25 per cento, cui si aggiunge l'ILOR, cosicché il tasso di imposizione complessivo può raggiungere il 39,7 per cento, nell'ipotesi di applicazione di tutte le maggiorazioni previste per il tributo locale (6).

Le disposizioni dei decreti di riforma confermano un trattamento di favore per le società finanziarie: infatti, l'aliquota di imposta a carico di queste società è ridotta dal 25 per cento al 7,5 per cento, e quella a carico delle società finanziarie a prevalente partecipazione statale è ridotta al 6,25 per cento. Segue che per le società finanziarie ordinarie l'aliquota complessiva scende al 21,7 per cento, e al 20,45 per cento per quelle a prevalente partecipazione statale. Si noti che nella categoria delle società finanziarie, a cui la legge di riforma concede le predette riduzioni di aliquota, non sono comprese le aziende ed istituti di credito, che dall'1 gennaio 1974 sono perciò assoggettati all'aliquota piena dell'imposta sulle persone giuridiche e dell'ILOR.

E' questa un'innovazione importante, perché nel sistema pre-riforma anche le aziende ed istituti di credito beneficiavano — come gli altri enti e società finanziarie — della riduzione dell'aliquota dell'imposta societaria nella misura del 25 per cento, e del 40 per cento per le società ed enti a prevalente partecipazione statale, e inoltre della riduzione ad $\frac{1}{4}$ dell'imposta sulle obbligazioni.

Confrontando la nuova struttura delle aliquote con quella pre-

(5) Il D.P.R. n. 598, cit., all'art. 8 precisa che « se l'ammontare della ritenuta è superiore a quello dell'imposta dovuta, il contribuente ha diritto al rimborso dell'eccedenza ».

(6) Si tenga presente, tuttavia, che un'aliquota dello 0,50 per cento è applicabile soltanto nei luoghi di turismo e di cura; per cui l'aliquota complessiva dovrebbe, nella maggior parte dei casi, non superare il 39,2 per cento.

riforma, risulta che il carico complessivo sui redditi netti da obbligazioni delle persone giuridiche è aumentato da un'aliquota intorno al 15 per cento (7) al 39,2 per cento per le società ordinarie, ed è aumentato dall'11,25 per cento al 21,7 per cento per le società ed enti finanziari (dal 9 per cento al 20,45 per cento se a prevalente partecipazione statale). Infine, per le aziende ed istituti di credito l'aliquota dell'imposizione societaria è salita dall'11,25 per cento (o dal 9 per cento) al 39,2 per cento. Le nuove disposizioni comportano, quindi, un allargamento del divario di trattamento tributario tra i diversi enti percettori degli interessi, a favore delle società ed enti finanziari; ma non delle aziende di credito, che perdono il beneficio della riduzione dell'aliquota dell'imposta societaria, di cui godevano nel precedente regime (8). Il confronto tra le aliquote del precedente regime e di quello in vigore è riportato nella seguente tabella:

ALIQUOTE DI IMPOSIZIONE SUI REDDITI NETTI DELLE OBBLIGAZIONI POSSEDUTE DALLE PERSONE GIURIDICHE

Categorie di persone giuridiche	Sistema pre-riforma	Sistema vigente
Persone giuridiche ordinarie	15,0% (*)	39,2%
Aziende di credito { ordinarie	11,25%	39,2%
	{ a prevalente partecipazione statale	9,0%
Enti e società finanziarie	11,25%	21,7%
Enti e società finanziarie a prevalente partecipazione statale	9,0%	20,45%

(*) Come si è detto, l'aliquota del 15% rispetto al reddito può essere ritenuta tipica della precedente imposta societaria.

(7) Data la particolare struttura dell'imposta societaria, l'esatta incidenza del carico tributario rispetto al reddito imponibile dipendeva dal rapporto reddito/patrimonio. Nel testo abbiamo assunto che l'aliquota riferita al reddito fosse pari al 15 per cento, che corrispondeva ad un rapporto reddito/capitale di circa il 6 per cento (al netto dell'imposta di R.M. cat. B). Da indagini compiute su bilanci societari, soprattutto di aziende di credito, in occasione dei lavori preparatori per la riforma tributaria, è risultato che l'aliquota dell'imposta societaria riferita al reddito era, di regola, compresa nella fascia 10-15 per cento. Sul confronto tra le aliquote dell'imposta societaria e di R.M. cat. B e le aliquote delle nuove imposte introdotte dalla riforma, cfr. C. COSCIANI, « Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette nel quadro della riforma tributaria », in questa Rivista, n. 96, 1971, pagg. 381-406; e « Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa », in *Bancaria*, n. 5, 1972, pagg. 576-585.

(8) Le aziende di credito hanno, però, ottenuto, per altri aspetti della riforma, alcune vantaggiose modifiche del regime di imposizione del loro reddito complessivo.

Si ricordi, inoltre, che nel sistema pre-riforma gli interessi delle obbligazioni emesse dalle imprese (ed anche dalle società finanziarie private) e possedute da enti tassabili in base a bilancio entravano a far parte del reddito societario imponibile dopo aver scontato alla fonte l'imposta di R.M. cat. A. Segue che la riforma in quanto abolisce il tributo reale di R.M., e in quanto conferisce all'imposta sostitutiva sugli interessi carattere di mero acconto dell'imposta successivamente liquidata sul reddito complessivo della persona giuridica, comporta una sostanziale riduzione dell'onere tributario sugli interessi dei titoli emessi da società private e posseduti da persone giuridiche (9).

e) La legge delega sulla riforma tributaria (L. 9 ottobre 1971, n. 825) indicava, all'art. 15, che per le obbligazioni emesse anteriormente all'entrata in vigore della riforma il trattamento tributario non avrebbe dovuto comportare oneri superiori a quelli del precedente regime. Invero, la disciplina transitoria da applicare a tali obbligazioni, che risulta dagli articoli 30 del D.P.R. n. 598, 72 del D.P.R. n. 600 e 37 del D.P.R. n. 601, comporta una riduzione degli oneri rispetto al sistema precedente.

Infatti, per quanto riguarda le obbligazioni possedute da persone fisiche, è previsto che si applichi il trattamento più favorevole tra quello precedente e quello della riforma. Ciò significa che per le obbligazioni emesse da società private verrà applicata l'aliquota della nuova imposta sostitutiva (30 per cento), che è inferiore al carico delle imposte di R.M. cat. A e sulle obbligazioni (tanto più che su tali imposte l'emittente che non esercitava la rivalsa doveva anche le imposte di R.M. cat. B e societaria quota-reddito. Si osservi che il decreto delegato vieta l'esercizio della rivalsa alle imprese che prima non la esercitassero, e quindi di fatto alla generalità degli emittenti) (10).

(9) Si osservi, per inciso, che la riforma, poiché abolisce anche il tributo di R.M. cat. B, determina una sensibile diminuzione del carico fiscale sugli altri redditi delle persone giuridiche (diversi da quelli percepiti sui titoli). Cfr. C. COSCIANI, «Considerazioni sulle aliquote delle imposte dirette», *cit.*

(10) Dall'art. 37 del D.P.R. n. 601 si evince che solo gli interessi sulle obbligazioni emesse prima dell'1 gennaio 1974 e che erano soggette a R.M. cat. A saranno assoggettati all'imposta sul reddito delle persone fisiche. Ma già abbiamo osservato che tali redditi di regola sfuggono all'imposizione personale. Per inciso, ci chiediamo quale sia la *ratio* di questo articolo, che esenta espressamente dall'imposta sul reddito delle persone fisiche gli interessi sulle obbligazioni, emesse prima della riforma, che fossero esenti dall'imposta di R.M. cat. A o fossero comprese in regimi sostitutivi.

Per le altre categorie di obbligazioni emesse anteriormente all'1 gennaio 1974 risulta più favorevole e troverà quindi applicazione il trattamento tributario del precedente regime (esenzione dalla R.M. cat. A e, per taluni titoli, anche dall'imposta sulle obbligazioni).

Per le obbligazioni possedute da persone giuridiche, l'art. 30 del D.P.R. n. 598 stabilisce che soltanto la metà degli interessi e altri frutti percepiti costituiscano reddito imponibile ai fini dell'imposta sulle persone giuridiche. Essi sono, inoltre, esenti dall'ILOR, ex art. 37 del D.P.R. n. 601. La concessione dell'art. 30 del D.P.R. n. 598 equivale all'incirca a ridurre l'imposta dovuta dalle persone giuridiche sugli interessi percepiti dal 25 per cento al 12,50 per cento (11). Tale aliquota è presumibilmente analoga a quella della precedente imposta societaria, che secondo i ricordati calcoli risultava compresa in media nella fascia 10-15 per cento (rispetto al reddito).

Le innovazioni introdotte dai decreti di riforma al trattamento tributario dei redditi obbligazionari appaiono, dunque, ampie e molteplici sul piano normativo; pertanto, ci si deve chiedere se si produrranno modifiche economiche altrettanto rilevanti nel mercato dei titoli a reddito fisso, quanto al livello e alla composizione dell'offerta e della domanda di tali titoli, e al livello e alla struttura dei tassi di interesse.

2. Per poter analizzare gli effetti economici che la riforma tributaria produrrà sul mercato obbligazionario, è necessario partire da una almeno sommaria valutazione dell'incidenza del preesistente sistema di imposizione. Tale sistema era centrato su un'imposta, la R.M. cat. A, di tipo speciale, perché colpiva gli interessi delle obbligazioni emesse da società private (anche se finanziarie), ma non colpiva gli interessi dei titoli di Stato, dei titoli delle holdings finanziarie pubbliche e degli istituti speciali esercenti il credito a medio e lungo termine (12).

Tenuto conto della rilevante massa di titoli pubblici in circolazione esenti dalla R.M. cat. A, alla situazione pre-riforma si pote-

(11) Poiché l'art. 30 prevede che la riduzione non si applichi alle società finanziarie, esse debbono l'imposta con la loro aliquota normale del 7,5 per cento (6,25 per cento se a prevalente partecipazione statale). Ricordiamo che nella situazione pre-riforma queste società pagavano l'imposta societaria secondo una aliquota riferita al reddito dell'11,25 per cento (circa); o del 9 per cento (circa) se a prevalente partecipazione statale.

(12) Ricordiamo che gli istituti speciali, l'IRI e l'ENI corrispondevano una mitissima imposta in abbonamento, che sostituiva la R.M. cat. A e i tributi indiretti attinenti le emissioni e le concessioni di finanziamenti (v. nota 2).

vano applicare i principi della teoria della scienza delle finanze, secondo cui un'imposta speciale si capitalizza, perché altrimenti gli investitori trasferirebbero i loro fondi verso gli impieghi non tassati (13). Queste affermazioni della teoria hanno infatti trovato riscontro nell'esperienza di questi anni, poiché l'imposta speciale (la R.M. cat. A) sugli interessi delle obbligazioni delle imprese private è rimasta a carico degli emittenti. La capitalizzazione dell'imposta ha assunto la forma tecnica della rinuncia, da parte degli emittenti, all'esercizio della facoltà di rivalsa nei confronti dei percettori degli interessi, ai quali è stato assicurato un rendimento netto da imposta in linea con il rendimento ottenibile sui titoli non tassati.

La capitalizzazione dell'imposta speciale sugli interessi ha spinto le imprese, potenziali emittenti, a ricercare forme alternative di approvvigionamento dei fondi dal mercato dei capitali, che non fossero gravate da questo o analogo onere tributario, e quindi comportassero un minore costo del finanziamento. L'esenzione dall'imposta di R.M. cat. A accordata alle obbligazioni degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine ha reso conveniente per le imprese ricorrere all'intermediazione di tali istituti, che potevano emettere le loro obbligazioni ad un costo assai inferiore (data l'altezza dell'aliquota e addizionali della R.M. cat. A). Gli istituti potevano quindi prestare alle imprese i fondi così raccolti, ad un tasso di interesse che, pur comprendendo i costi amministrativi ed il margine di profitto sull'intermediazione, è risultato sensibilmente inferiore al costo di una emissione obbligazionaria diretta da parte delle imprese (14).

La progressiva rinuncia delle imprese all'emissione diretta di obbligazioni, anche per il tramite delle loro finanziarie, e la corrispondente espansione delle emissioni degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, hanno posto in essere un vero meccanismo di « rigetto » della imposta speciale (R.M. cat. A) sugli interessi delle obbligazioni. Si osservi che il sistema finanziario ha potuto sviluppare questo meccanismo di « rigetto » dell'imposta grazie non all'esenzione di una astratta categoria di titoli dello Stato (il Tesoro di regola non finanzia le imprese), ma grazie

(13) Sulla capitalizzazione delle imposte si può vedere S. STEVE, *Lezioni di Scienza delle Finanze*, Padova 1972, VI ed., pagg. 65-66; 81-91.

(14) Si consideri, infatti, che le imprese che emettevano obbligazioni dovevano corrispondere la R.M. cat. A che (incluse le addizionali) raggiungeva circa il 36 per cento degli interessi; e inoltre dovevano pagare la R.M. cat. B e l'imposta societaria sulla medesima imposta di R.M. cat. A, poiché per essa non esercitavano la rivalsa.

all'esenzione dei titoli di una particolare categoria di intermediari finanziari, gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine (15). Per inciso, si può rilevare che la grande espansione del ricorso al credito di tali istituti, che ha consentito il « rigetto » dell'imposta mobiliare, ha avuto anche la conseguenza di allargare il campo di azione degli istituti speciali al di là dei limiti inizialmente concepiti.

Il precedente sistema di imposizione si caratterizzava economicamente non solo nel « rigetto » dell'imposta mobiliare speciale, attraverso il meccanismo sopra descritto, ma anche nella pressoché totale evasione all'imposizione personale (imposta complementare e di famiglia) sugli interessi dei titoli, che erano al portatore e assicuravano l'anonimato fiscale. Pertanto nel sistema pre-riforma l'imposizione sui redditi delle obbligazioni si riduceva di fatto — a parte la mitissima ricordata imposta in abbonamento — all'imposta societaria che colpiva gli interessi di tutte le obbligazioni iscritte nei bilanci degli enti tassabili. Poiché nei confronti delle società tale imposta aveva carattere generale, in quanto colpiva i redditi netti (e il valore patrimoniale) di qualsiasi cespite iscritto in bilancio, incluso ogni tipo di titolo, si può assumere almeno in prima approssimazione (16) che l'imposta non incidereva sugli enti emittenti, e inoltre che non creava particolari motivi di preferenza delle società (in primo luogo delle aziende di credito) verso questa o quella categoria di titoli.

3. La nuova imposta sostitutiva sugli interessi delle obbligazioni, in quanto crea un divario tra tassi lordi e tassi netti di rendimento anche per quell'ampia classe di titoli prima pressoché esenti dal tributo mobiliare (i titoli degli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, e delle holdings finanziarie pubbliche), e in quanto sancisce l'obbligo (anziché la facoltà, quasi mai esercitata) di rivalsa dell'emittente sul percettore degli interessi, sembrerebbe

(15) L'esenzione degli interessi dei titoli pubblici è stata, tradizionalmente, giustificata affermando che la loro imposizione costituirebbe una mera partita di giro, mentre comporterebbe dei costi di amministrazione. Tale affermazione non appare, però, valida nel caso attuale dell'esenzione dei titoli degli intermediari finanziari pubblici, perché questi possono emettere obbligazioni per conto delle imprese le quali sfuggono, così, all'imposta sugli interessi (o, più precisamente, sfuggono per la differenza tra l'imposta e il costo dell'intermediazione).

(16) Sarebbe assai difficile individuare esattamente l'incidenza finale di tale imposta, perché si può presumere che il livello (e le variazioni) del suo onere influenzassero la politica dei tassi attivi delle aziende di credito (la principale categoria di investitori, tra le società), e che quindi per questa via si ripercuotessero sul costo del finanziamento delle imprese.

dover produrre effetti economici sostanzialmente diversi da quelli caratterizzanti il precedente regime tributario.

Ma si osservi, in primo luogo, che la trasformazione dalla facoltà nell'obbligo di rivalsa definisce soltanto la percussione (definisce il contribuente di diritto), mentre nulla può dire sull'incidenza economica del tributo. A questo riguardo, la prima considerazione da fare è che il sistema di tassazione degli interessi stabilito dalla riforma è di tipo speciale, perché si applica con una scala di aliquote diverse per i diversi titoli. Secondo la teoria degli effetti economici delle imposte, i differenziali dell'onere tributario si capitalizzano in modo da uguagliare i rendimenti netti di tutti gli impieghi in titoli. L'uguaglianza dei rendimenti netti (17) può essere realizzata, in linea di principio, in due modi:

a) attraverso l'uguaglianza delle cedole al lordo delle imposte sostitutive, e la determinazione di prezzi differenti dei titoli, all'emissione e/o durante la loro vita;

b) attraverso cedole lorde diverse, in proporzione al diverso carico tributario, e prezzi dei titoli uguali (sempre prescindendo dalle diversità di rendimento conseguenti alla diversa qualità dei titoli).

Trascuriamo di analizzare gli eventuali regimi intermedi, in considerazione del fatto che questi complicherebbero la comprensione della struttura dei rendimenti netti da parte dei sottoscrittori.

Ci si può chiedere quale dei due sistemi sopra indicati conviene suggerire agli emittenti. Vi è da ritenere che per semplicità di calcolo da parte dei sottoscrittori sia da suggerire il metodo b). Oltretutto, facciamo osservare che, secondo alcune valutazioni della Banca d'Italia, e altri studi, in periodi di instabilità del mercato (inflazione e/o variazioni dei corsi) il pubblico sembra orientarsi, nella scelta tra titoli aventi uguale rendimento effettivo, in preferenza verso titoli che offrono un rapporto percentuale cedola/nominale più elevato (18).

(17) Si tenga presente che, d'ora innanzi, l'espressione « uguaglianza dei rendimenti netti » deve essere intesa dal punto di vista del prelievo fiscale, e quindi a parità delle altre condizioni che determinano divari di rendimenti tra diverse categorie di titoli (garanzie, « stanzialità » per anticipazioni, modalità dei rimborsi, ecc.).

(18) Cfr. B. BIANCHI - P. NARDI, « La variabilità dei rendimenti effettivi dei prestiti obbligazionari », *Contributi alla Ricerca Economica* - Servizio Studi Banca d'Italia, dicembre 1972, pagg. 7-39. Si noti, per completezza, che dal punto di vista dell'emittente vi sarebbe invece

Stabilito che la riforma si qualifica per la specialità dell'imposizione sugli interessi obbligazionari, sorgono difficoltà di applicazione dello schema teorico tradizionale dell'incidenza dell'imposta speciale, perché le aliquote della nuova imposta si differenziano non solo in relazione alle tre categorie di titoli tassati, ma anche in relazione alle due categorie fiscali di possessori (persone fisiche e persone giuridiche).

Per meglio chiarire la natura di tali difficoltà, si ipotizzi — per il momento — che il mercato sia costituito soltanto da investitori persone fisiche: in questa ipotesi, necessariamente i rendimenti lordi dei titoli si allineerebbero secondo la scala delle aliquote dell'imposta sostitutiva, così da uguagliare i rendimenti netti dall'imposta. Riportiamo una tabella degli interessi lordi dei titoli che dovrebbero essere corrisposti per assicurare agli investitori persone fisiche un interesse netto rispettivamente del 6 per cento e del 7 per cento, a titolo esemplificativo.

Aliquota dell'imposta sostitutiva		Tasso di interesse netto da imposta			
		6,0%		7,0%	
		Tasso di interesse lordo da imposta			
Aliquota formale	Aliquota lorda effettiva (*)	Tasso di interesse lordo	di cui onere fiscale	Tasso di interesse lordo	di cui onere fiscale
0%	0%	6,0%	—	7,0%	—
10%	11,11%	6,67%	0,67%	7,78%	0,78%
20%	25,0%	7,50%	1,50%	8,75%	1,75%
30%	42,857%	8,57%	2,57%	10,0%	3,0%

(*) Poiché vi è l'obbligo della rivalsa, per corrispondere all'investitore un dato tasso netto di interesse occorre fissare il corrispondente tasso lordo sul quale calcolare l'imposta, che pertanto colpisce anche l'imposta stessa.

convenienza ad emettere titoli che, a parità di rendimento medio effettivo, portino cedole basse, così da ridurre l'onere della imposta sostitutiva che è commisurata agli interessi nominali corrisposti. Ma vi è da ritenere che la pratica rilevanza di questa possibilità sia modesta, dato che gli interessi nominali sui titoli esenti costituiscono sostanzialmente un vincolo alle condizioni di emissione degli altri titoli. Si osservi, inoltre, che tale convenienza non dovrebbe, comunque, sussistere quando le obbligazioni sono sottoscritte dalle persone giuridiche, perché esse devono subire l'imposizione delle plusvalenze patrimoniali risultanti dai bilanci.

Tale struttura dei rendimenti lordi accentuerebbe il processo di finanziamento del sistema produttivo attraverso gli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine, la cui raccolta e intermediazione, come abbiamo detto, già nel precedente regime tributario avevano sostituito la raccolta diretta da parte delle imprese.

Infatti, se dopo la riforma la struttura dei rendimenti lordi dei titoli riflettesse la gerarchia delle aliquote dell'imposta sostitutiva, non solo le imprese ma anche gli enti finanziari pubblici di gestione (IRI e ENI) sarebbero disincentivati dall'emettere proprie obbligazioni, perché dovrebbero sopportare un carico tributario sugli interessi sensibilmente più elevato (un'aliquota di circa 14 punti maggiore) di quello imposto agli istituti speciali per il credito a medio e lungo termine.

Vi sarebbe, però, un'importante differenza, che si riferisce alla misura del gettito, rispetto al sistema precedente. Mentre nel precedente sistema il finanziamento dell'attività produttiva per mezzo delle obbligazioni emesse dagli istituti speciali e dalle holdings finanziarie pubbliche consentiva, come abbiamo posto in luce, il rigetto del tributo mobiliare (R.M. cat. A); invece nel nuovo sistema — sempre nell'ipotesi che la struttura dei rendimenti lordi rifletta la scala delle aliquote della ritenuta alla fonte — il mercato non potrebbe sfuggire almeno all'aliquota del 10 per cento sugli interessi delle obbligazioni emesse dagli istituti speciali. A questa nuova capacità di produrre gettito conferita dalla riforma al regime tributario delle obbligazioni corrisponderebbe, d'altra parte, un aumento del costo medio della raccolta di capitali, perché l'aumento del gettito misurerebbe anche l'aumento di costo per l'emittente inciso dall'imposta sostitutiva.

4. L'assetto del mercato obbligazionario che abbiamo sopra illustrato è quello che la nuova imposta sostitutiva, in quanto articolata nelle differenti aliquote, tenderebbe a generare (19); ed invece tale assetto non potrà in concreto realizzarsi, perché una parte elevata (più della metà) delle obbligazioni in essere sono nelle mani delle persone giuridiche (20), per le quali l'imposta sostitutiva introdotta

(19) La struttura dei rendimenti lordi sui titoli dovrebbe essere tale da uguagliare i rendimenti netti dall'imposta sostitutiva.

(20) Dai dati sul classamento dei titoli mobiliari riportati nei supplementi al Bollettino della Banca d'Italia si può vedere che a fine giugno 1973 di circa 43.400 miliardi di obbligazioni in circolazione 16.500 miliardi erano nei portafogli delle aziende di credito, e altri 7.700 miliardi erano tenuti dalla Banca d'Italia e dalla Cassa DD.PP. Si possono stimare intorno ai 17.000 miliardi le obbligazioni possedute dai privati sottoscrittori.

dalla riforma non è autonoma, ma ha natura di acconto sull'imposta commisurata al coacervo dei redditi societari (di cui gli interessi delle obbligazioni entrano a far parte). Pertanto, per procedere nello studio dell'incidenza del nuovo regime tributario occorre analizzare quali saranno gli effetti sulle scelte delle persone giuridiche, e in particolare delle aziende di credito, che rappresentano la componente di gran lunga più rilevante di tale categoria di investitori.

Per le aziende di credito tutti i titoli (esclusi quelli esenti) sono tassati con la medesima aliquota, cioè con quella dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche (39,2 per cento): perciò i differenziali di aliquote dell'imposta sostitutiva concernono, per questa categoria di investitori, soltanto la misura delle ritenute di acconto e non l'imposta definitiva che colpisce con l'unica aliquota (39,2 per cento) tutti i redditi netti imponibili da qualunque titolo provengano. Segue, perciò, che dal punto di vista delle persone giuridiche la riforma tributaria pone in essere due sole categorie fiscali di titoli: quelli tassati dall'imposta sul reddito netto di impresa, e quelli esenti. Si devono quindi considerare quali sono i termini economici di convenienza, per le aziende di credito, nella scelta tra queste due categorie di titoli.

Mentre per i contribuenti persone fisiche il risparmio di imposta consentito dal possesso del titolo esente è pari al tributo che sarebbe trattenuto alla fonte se il titolo fosse tassato (cosicché ad esempio le persone fisiche considerano pari il rendimento del 7 per cento di un titolo esente e del 7,77 per cento di un titolo tassato al 10 per cento), invece per il contribuente azienda di credito il risparmio di imposta offerto dal possesso del titolo esente è inferiore al prodotto dell'aliquota per l'interesse corrisposto. Questo perché il decreto delegato di riforma, confermando la precedente normativa, stabilisce che l'esclusione degli interessi esenti dalla base complessiva dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche comporta la non deducibilità della quota di spese determinata dalla proporzione tra i redditi imponibili e il complesso di tutti i redditi della persona giuridica (21).

Segue che il risparmio di imposta di cui l'azienda di credito beneficia per il possesso di un titolo esente (in confronto al possesso di un titolo tassato) è funzione: a) del rapporto tra l'ammontare dei ricavi percepiti in forma di interessi da titoli esenti e l'ammon-

(21) Cfr. il D.P.R. n. 597, art. 58; e il D.P.R. n. 598, art. 21.

tare complessivo dei ricavi; b) dal rapporto tra le spese complessive deducibili ai fini della determinazione del reddito imponibile ed i ricavi complessivi. Pertanto, l'esatto calcolo del risparmio di imposta offerto a una persona giuridica dal possesso di titoli esenti deve essere fatto in riferimento a una specifica situazione di bilancio.

Facendo tale calcolo per alcune strutture di bilancio che si possono ritenere tipiche per le aziende di credito, risulta che il possesso di titoli esenti consente un risparmio di imposta che si colloca, in generale, tra il 4-7 per cento degli interessi percepiti⁽²²⁾. Da tale risultato discende che i titoli tassati possono trovare accoglienza nei portafogli delle aziende di credito solo se il loro rendimento lordo sia 4-7 per cento superiore al rendimento offerto dai titoli esenti. E' sufficiente che il divario tra i due rendimenti sia di poco maggiore per determinare la specializzazione dei portafogli delle aziende di credito nei titoli tassati. D'altra parte, poiché tale divario non raggiunge il 10 per cento, che è l'aliquota sugli interessi dei titoli degli istituti speciali per il credito (ed assimilati), le persone fisiche non hanno convenienza ad acquistare tale categoria di titoli, che darebbero loro un rendimento netto inferiore a quello ritraibile dai titoli esenti.

5. Dalle precedenti considerazioni si deduce che nel nuovo regime tributario si determinerà una forte tendenza alla specializzazione dei portafogli delle due categorie di investitori, delle persone fisiche in titoli esenti e delle persone giuridiche in titoli tassati⁽²³⁾. Questo particolare classamento dei titoli obbligazionari poggerà su una struttura dei rendimenti costituita da due soli tassi, quello sui titoli esenti e quello sui titoli tassati. Si noti che tale struttura dei rendimenti non rifletterà la gerarchia delle aliquote dell'imposta sostitutiva, quale si legge nei decreti delegati. Il differenziale tra i due tassi di interesse non dovrebbe superare il 4-7 per cento del ren-

(22) Questi risultati si ottengono per bilanci di aziende di credito che presentano: un rapporto fra spese e ricavi del 90 per cento ed oltre; e redditi da investimenti in obbligazioni pari al 20-30 per cento dei ricavi complessivi. Per situazioni di bilancio diverse da queste tipiche che abbiamo considerato si vedano le osservazioni svolte a pagg. 45-46.

(23) Sulla specializzazione dei portafogli che dovrebbe conseguire alla riforma tributaria si vedano: A. MARZANO, « Imposta speciale, struttura dei portafogli e paradosso del rigetto del tributo », in *Tribuni*, febbraio 1970, pagg. 3-21; C. COSCIANI, « Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa », *cit.*

dimento offerto dai titoli esenti, perché questo è il differenziale che rende conveniente per le persone giuridiche (in particolare le aziende di credito) l'acquisto dei titoli tassati.

Si deve a questo proposito osservare che la riforma, poiché determina non solo la specializzazione dei portafogli delle aziende di credito nella classe dei titoli tassati, ma inoltre non discrimina all'interno di tale classe tra i diversi tipi di titoli tassati, crea — in linea di principio — un mercato anche per le obbligazioni emesse dalle imprese private e dalle loro finanziarie; mentre nel precedente sistema, ricordiamo, le imprese erano disincentivate dall'emettere tali obbligazioni che comportavano un costo fiscale assai più elevato rispetto a quello degli altri titoli.

Sotto questo aspetto, la riforma potrebbe aprire prospettive nuove e interessanti per una diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, soprattutto di quelle maggiori, stimolandole alla raccolta diretta di capitali. Si potrebbe così restituire (almeno in parte) gli istituti speciali alla funzione prevalente di erogazione del credito alle imprese medio-piccole (a cui è di fatto precluso l'accesso diretto al mercato dei capitali) e alle attività e settori, produttivi e geografici, che specificamente si intendono incentivare. Ma, le vigenti disposizioni della legge bancaria, che fanno divieto alle aziende di credito di sottoscrivere i titoli obbligazionari emessi dalle imprese e dalle finanziarie private, rendono inoperante l'equiparazione fiscale che la riforma ha, di fatto, concesso alle obbligazioni delle imprese con le obbligazioni emesse dagli istituti speciali e dalle holdings pubbliche (quanto alla convenienza fiscale del loro possesso da parte delle persone giuridiche). Tale equiparazione costituirà invece un sicuro vantaggio per le obbligazioni emesse dall'IRI e dall'ENI, che potranno trovare accoglienza nei portafogli delle aziende di credito (non essendovi alcun impedimento giuridico) al medesimo tasso di interesse al quale si collocano negli stessi portafogli i titoli degli istituti speciali per il credito.

Vi è una categoria di persone giuridiche, le società finanziarie, che non hanno ostacoli legali all'acquisto di obbligazioni emesse dalle imprese, e che troveranno perciò convenienza a sottoscriverle non meno degli altri titoli tassati.

Tuttavia, le risorse investibili delle società finanziarie (di cui al citato elenco tenuto presso la Banca d'Italia) sono quantitativamente modeste, e quindi insufficienti a creare una domanda

di tali titoli capace di modificare in misura apprezzabile la struttura del finanziamento delle imprese, nel senso di consentire loro di raccogliere una quota rilevante del proprio fabbisogno di capitale collocando i propri titoli presso tali società. Si noti, peraltro, che le società finanziarie, poiché beneficiano dell'aliquota ridotta dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, godranno di una «rendita di posizione», in quantoché il rendimento lordo dei titoli tassati si stabilirà sul mercato al livello che consente il loro classamento nei portafogli delle aziende di credito, che sono soggette all'aliquota normale del 39,2 per cento.

La possibilità di godere di questa rendita può essere un incentivo per le società finanziarie ad accrescere i loro investimenti in obbligazioni così da rendere un po' più consistente anche il mercato dei titoli emessi dalle imprese o dalle loro finanziarie (private).

6. Il processo di segmentazione del mercato tra la categoria degli investitori persone fisiche, che acquistano i titoli esenti, e la categoria persone giuridiche, che acquistano i titoli tassati, presuppone il mantenimento nel tempo dell'equilibrio tra domanda e offerta in entrambi i comparti del mercato; in particolare, presuppone l'equilibrio tra l'offerta dei titoli tassati e la ricchezza che le persone giuridiche desiderano investire in obbligazioni. Infatti, se dovesse accadere che l'offerta dei titoli tassati ecceda la domanda delle persone giuridiche, i tassi lordi di rendimento sui titoli tassati dovrebbero aumentare almeno dell'11,11 per cento rispetto a quelli degli esenti, ossia nella misura necessaria a rendere conveniente l'acquisto da parte degli investitori persone fisiche dei titoli tassati con l'aliquota del 10 per cento. Il classamento di tali titoli nei portafogli dei privati comporterebbe da un lato l'aumento del costo della raccolta obbligazionaria, aumento che gli istituti speciali, emittenti delle obbligazioni tassate al 10 per cento, presumibilmente addosserebbero alle imprese che ricorrono alla loro intermediazione; e comporterebbe dall'altro lato un aumento del gettito, poiché la vendita dei titoli tassati alle persone fisiche renderebbe operante il prelievo dell'imposta sostitutiva (che nei confronti delle persone fisiche è a titolo definitivo, e non di acconto).

L'eventuale verificarsi di squilibri tra la domanda e l'offerta dei titoli in un comparto del mercato obbligazionario non è il solo evento che produrrebbe condizioni di mercato diverse da quelle che abbiamo sopra illustrato, e che possiamo sintetizzare nella struttura

degli interessi formata da due soli tassi, il cui differenziale è rappresentato dal maggior rendimento lordo sui titoli tassati necessario a rendere conveniente la specializzazione dei portafogli delle persone giuridiche in tale classe di titoli.

Vi sono sostanzialmente altri due fattori che potrebbero alterare, in qualche misura, la predetta struttura di equilibrio del mercato. Il primo concerne i termini di convenienza che le aziende di credito valutano nella scelta tra i titoli esenti e i titoli tassati. Ricordiamo, dal precedente paragrafo, che per strutture di bilanci bancari che si possono considerare tipiche il risparmio di imposta offerto dal possesso di un titolo esente, rispetto a un titolo tassato, risulta assai modesto, perché:

a) le spese riconosciute dal fisco ai fini della determinazione dell'utile di bilancio tassabile rappresentano di regola percentuali assai elevate dei ricavi complessivi: quindi, l'esenzione consente un effettivo risparmio di imposta soltanto per la modesta differenza tra gli interessi esenti percepiti e le spese proporzionalmente imputate alla loro produzione. Ma tale risparmio di imposta potrebbe divenire apprezzabile se accertamenti più rigorosi degli uffici fiscali approdassero ad una sensibile riduzione del valore delle spese indicato nei bilanci, essendo nota la tendenza di molte società a nascondere tra le voci di spesa elementi di reddito netto, così da diminuire il debito di imposta. Se nel nuovo regime tributario accertamenti più rigorosi definissero in media più bassi rapporti spese/ricavi, ai fini della determinazione dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, aumenterebbe corrispondentemente il peso del risparmio d'imposta ritraibile dal possesso di titoli esenti. Si allargherebbe, allora, il divario tra il rendimento del titolo esente e il rendimento lordo dei titoli tassati necessario ad assicurare il classamento di questi nei portafogli delle aziende di credito; quando tale divario raggiungesse l'11,11 per cento degli interessi, diverrebbe conveniente per le persone fisiche l'acquisto dei titoli degli istituti speciali per il credito, e assimilati;

b) gli interessi percepiti da titoli obbligazionari rappresentano in media una frazione relativamente piccola dei ricavi complessivi delle aziende di credito; come è lecito attendersi, perché la banche hanno funzione istituzionale di erogare i mutui, e dovrebbero perciò considerare residuale l'attività di investimento nei titoli

a reddito fisso. Si può tuttavia osservare che vi è una categoria di aziende di credito, di piccole dimensioni e/o localizzate in aree dove è limitata la domanda di finanziamento della attività produttiva, che mantengono rapporti depositi/impieghi relativamente elevati, e quindi possono convogliare la disponibilità di fondi verso le banche maggiori e più attive sul mercato degli impieghi (il fenomeno dei conti interbancari), oppure possono investirle direttamente in obbligazioni. Per un'azienda di credito di questo tipo, che decidesse di orientarsi prevalentemente verso l'acquisto di titoli obbligazionari, il rapporto tra gli interessi da titoli e i ricavi complessivi risulterebbe maggiore di quello medio, rilevato presso le grandi banche; quindi potrebbe risultare sensibile il risparmio di imposta ottenibile dal possesso di un titolo esente (risparmio che, ricordiamo, è funzione crescente del rapporto tra gli interessi sui titoli e i ricavi complessivi).

L'altro ostacolo che potrebbe manifestarsi all'attuazione delle condizioni di equilibrio del mercato, sopra illustrate, è rappresentato dalla vischiosità delle decisioni di taluni operatori, che sono restii a mutare la composizione dei loro portafogli titoli quando si verificano cambiamenti dei rendimenti relativi, almeno entro certi limiti. Si pensi, in particolare, alla tradizionale preferenza che i risparmiatori privati accordano alle cartelle fondiarie, che erano esenti dal tributo mobiliare nel precedente regime, e che sono invece assoggettate dalla riforma all'imposta sostitutiva con aliquota del 10 per cento.

Se ci si attiene ai calcoli di convenienza finanziaria, non vi è dubbio che le cartelle di nuova emissione dovrebbero essere classate d'ora innanzi nei portafogli delle persone giuridiche (essenzialmente le banche), alla stessa stregua degli altri titoli tassati. Ma, la prospettiva di un repentino cambiamento del destinatario abituale di tali titoli può destare preoccupazione negli emittenti, che sanno di operare in un mercato relativamente ristretto e che già per altri motivi è incerto sulla sorte dei valori a reddito fisso (in primo luogo per gli effetti del tasso di inflazione, presente e atteso).

Non è perciò da escludere l'ipotesi che gli emittenti tradizionalmente abituati a coltivare un determinato settore degli investitori rifiutino di cambiare il classamento dei propri titoli (di nuova emissione): nella fattispecie, gli istituti e sezioni esercenti il credito

fondario potrebbero decidere di accollarsi l'imposta sostitutiva del 10 per cento, e di trasferire, almeno in parte, il nuovo onere tributario sul prezzo dei servizi offerti, aumentando i tassi degli interessi attivi.

Un'ultima osservazione riguarda gli effetti che le norme transitorie produrranno nel processo di aggiustamento del mercato alla struttura dei tassi di rendimento e alla specializzazione dei portafogli che dovrebbero prevalere nel nuovo regime tributario. Ricordiamo che le norme transitorie rendono, di fatto, esenti da ogni gravame fiscale le obbligazioni possedute dalle persone fisiche che siano state emesse anteriormente all'1 gennaio 1974. Pertanto, la disciplina transitoria elimina il pericolo che gli investitori persone fisiche — che nel nuovo regime tributario avranno interesse ad acquistare i titoli esenti — decidano di smobilizzare la massa dei titoli tassati (emessi prima dell'1 gennaio 1974) che attualmente detengono nei loro portafogli (perché ciò avrebbe, chiaramente, effetti disastrosi sui corsi dei titoli e sull'offerta complessiva dei fondi). Inoltre, nel periodo di transizione, ossia fino a che vi sarà sul mercato una quota consistente di titoli emessi prima dell'entrata in vigore della riforma, il mantenimento dell'equilibrio tra l'offerta dei titoli tassati e la loro domanda da parte delle persone giuridiche (sostanzialmente le aziende di credito) risulterà agevole, perché le persone giuridiche, qualora non desiderassero aumentare la loro domanda globale di titoli a reddito fisso, avranno la possibilità di cedere i vecchi titoli ai privati (per i quali tali titoli sono esenti), così da fare posto nei loro portafogli alle nuove emissioni di titoli tassati.

7. Da questa analisi sui presumibili effetti economici del nuovo regime tributario dei titoli obbligazionari si trae una conclusione di carattere generale. Le ampie e molteplici innovazioni che si leggono nei testi dei decreti di riforma non sembrano tali da risultare in modifiche economiche di rilievo né della struttura dell'offerta dei titoli, né del livello dei tassi di interesse.

Come in passato, il regime fiscale tenderà a scoraggiare le emissioni obbligazionarie delle imprese (nonché delle società finanziarie private), per due motivi. Infatti, da un lato il classamento di tali titoli presso i portafogli delle persone fisiche comporterebbe l'assunzione degli emittenti a proprio carico di un onere tributario

differenziale, pari al 42,86 per cento degli interessi, rispetto ai titoli esenti, o di un onere pari al 25 per cento per le emissioni delle società finanziarie. Dall'altro lato, il classamento di tali obbligazioni nei portafogli delle persone giuridiche, che pure potrebbe avvenire ad un tasso di poco superiore a quello dei titoli esenti, come sopra abbiamo mostrato, è di fatto largamente impedito dalle norme che vietano alle aziende di credito — che sono i maggiori investitori della categoria persone giuridiche — di sottoscrivere i titoli emessi dalle società private. Il finanziamento a medio e lungo termine del sistema produttivo continuerà perciò a svolgersi attraverso i canali della raccolta obbligazionaria degli istituti speciali per il credito e delle holdings finanziarie pubbliche.

L'incidenza del nuovo tipo di imposizione non sarà tale da comportare rilevanti aumenti dei tassi dell'interesse, contrariamente ad alcune previsioni pessimistiche che sono state avanzate. E' lecito attendersi soltanto quell'aumento del costo del denaro raccolto dagli istituti speciali e dalle holdings pubbliche che corrisponde al maggior rendimento lordo (rispetto al rendimento netto offerto dai titoli esenti) necessario perché i titoli tassati siano classati nei portafogli delle aziende di credito. Come si è mostrato, lo scarto tra i rendimenti lordi dei titoli tassati e il rendimento netto dei titoli esenti non dovrebbe superare, per tassi compresi fra il 6-8 per cento netto, il mezzo punto.

A questa struttura dei rendimenti dei titoli corrisponderà una marcata tendenza alla specializzazione dei portafogli delle due categorie di investitori, persone fisiche e persone giuridiche, rispettivamente in titoli esenti e in titoli tassati. Sfortunatamente, questa che è sì una innovazione attribuibile al nuovo regime tributario, non è però un punto all'attivo per la riforma, perché irrigidisce il mercato obbligazionario creando un artificioso collegamento da una parte tra la domanda di fondi del Tesoro e l'offerta degli investitori persone fisiche, dall'altra tra la domanda di fondi del settore direttamente produttivo e l'offerta del sistema bancario.

In queste condizioni, i possibili squilibri tra domanda e offerta di fondi sui due segmenti del mercato richiederebbero, per essere colmati, movimenti relativamente ampi dei tassi dell'interesse, cioè tali che rendano conveniente per gli investitori privati l'acquisto di titoli tassati (il rendimento lordo deve aumentare almeno in proporzione all'aliquota dell'11,11 per cento). Poiché di regola le autorità monetarie non considerano accettabili ampi movimenti dei tassi

di interesse a lungo termine, si può affermare che la segmentazione del mercato obbligazionario imporrà un ulteriore vincolo alla politica monetaria, già ora gravata dal compito di soddisfare una pluralità di obiettivi, mentre dispone di un numero relativamente limitato di strumenti selettivi.

Queste considerazioni intorno all'incidenza del nuovo regime tributario ci portano anche a concludere che la riforma non dovrebbe risultare in un'apprezzabile espansione del gettito del prelievo sui redditi da titoli obbligazionari. La riforma perciò non realizza l'intento, che sembrava fosse presente al legislatore, di assoggettare all'imposizione diretta sui redditi anche il comparto obbligazionario, pur rispettandone il regime di circolazione al portatore. Non solo: la nuova normativa viola gravemente il generale intento perequativo che doveva ispirare la riforma laddove abroga l'obbligo delle persone fisiche di denunciare gli interessi percepiti dai titoli ai fini dell'imposta personale progressiva. E' vero che fino ad ora quasi mai gli interessi percepiti venivano dichiarati o accertati dal fisco per la determinazione dell'imponibile dell'imposta complementare e di famiglia; ma non vi è dubbio che l'esenzione di diritto accordata dalla riforma ai percettori degli interessi delle obbligazioni (e dei depositi) non equivale alla precedente esenzione di fatto, perché elimina anche in prospettiva i rischi dell'evasione ed inoltre consente al contribuente inquisito dal fisco di giustificare livelli di reddito altrimenti soggetti all'imposizione.

GIORGIO LA MALFA - ROLANDO VALIANI