
Tassazione delle attività finanziarie: la prospettiva economica e contabile¹

di MAURO BINI

Ci sono molte diverse prospettive dalle quali affrontare il tema della tassazione delle attività finanziarie. Questo convegno adotta la prospettiva del tributarista: per me che non sono tributarista la prospettiva naturale è quella della valutazione e dell'accounting.

Mi è cara l'idea che un accademico prima di dare risposte debba essere in grado di porsi le giuste domande. Siamo abituati così perché ogni buon lavoro di ricerca parte dalle giuste *research questions*. Anche qui vorrei adottare questo approccio.

Trattare i temi di questo convegno – per chi ha una estrazione diversa dal tributarista – equivale a interrogarsi sul nesso fra la politica di tassazione dei redditi delle attività finanziarie e la recente crisi finanziaria. C'è stato un ruolo importante della tassazione nella recente crisi finanziaria o viceversa è mancato un ruolo della tassazione nel prevenire la crisi? Ed eventualmente può questo o un altro regime di tassazione aiutarci ad uscire dalla crisi?

La domanda (o meglio le domande) non sono certo originali – anche alla luce della decisione dell'Ecofin dell'altro ieri in merito ad una cooperazione rafforzata a II per l'introduzione di una Tobin Tax – ma comunque costituiscono gli interrogativi chiave da cui partire.

Prima di dare una risposta permettetemi una breve premessa, di principio (da libro di testo).

I mercati finanziari assolvono oltre che una funzione allocativa anche un'importante funzione di diversificazione dei rischi. Ciò significa che grazie al beneficio della diversificazione è possibile sostenere rischi maggiori. Non può esserci globalizzazione dell'economia reale – che significa rischi più elevati per effetto di una maggiore competizione – sen-

¹ Questo editoriale riproduce il testo della relazione al Convegno "Il regime tributario delle attività finanziarie" tenutosi il 24 gennaio 2013 presso l'Università L. Bocconi.

za globalizzazione dei mercati finanziari. Competere globalmente sulla base di modelli di proprietà chiusi (magari supportati dalle cosiddette banche di sistema) o senza l'accesso ai canali di finanziamento internazionali (anche mediati dal sistema bancario) non è più possibile.

Dunque nei paesi dove i mercati finanziari sono più sviluppati si affrontano meglio i rischi. I listini di borsa sono più ricchi di imprese di settori nuovi, e soprattutto i listini vedono un naturale ricambio di imprese. Occorre infatti comprendere che la riduzione dei rischi di cui parliamo non riguarda le singole imprese, ma il mercato nel suo complesso. Per le singole imprese il rischio cresce in quanto esse sono esposte anche al rischio diversificabile; rischio che la globalizzazione inevitabilmente accresce.

Il beneficio di diversificazione si traduce in un minor costo del capitale per tutte le iniziative il cui successo è meno correlato al ciclo economico e che sono tipicamente quelle che adottano nuove tecnologie, che operano in nuovi settori, che introducono nuovi prodotti.

Così nei paesi con mercati finanziari più sviluppati una stessa crescita del PIL si accompagna ad una maggiore natalità e mortalità di imprese e ad una maggiore mobilità manageriale. Cresce l'economia, ma non necessariamente crescono tutte le imprese. Dietro all'idea dei mercati finanziari che incentivano il nuovo, non c'è solo una rotazione delle imprese di successo ma anche della classe imprenditoriale e manageriale. Mi è cara l'immagine di Sraffa secondo cui il tessuto delle imprese equivale ad un sistema di camere d'albergo: gli imprenditori (e i managers) sono gli ospiti delle camere d'albergo (devono cioè ruotare). Questo movimento dinamico prodotto dalla competizione produce rischi (vincitori e vinti) e la via per affrontare questi rischi non può che essere la diversificazione offerta dai mercati finanziari. Quindi i mercati finanziari nel mentre alimentano i rischi alla base del processo competitivo al tempo stesso ne dovrebbero eliminare gli eccessi. L'uso del condizionale è d'obbligo, in quanto la recente crisi ha mostrato che mercati ed intermediari finanziari sono stati la "miccia", non certo l'"estintore" della crisi. Dunque: "Cosa non ha funzionato?"

In teoria i mercati finanziari forniscono ad investitori ed emittenti gli strumenti per esaltare e ridurre i rischi. Un'impresa, ad esempio, può accrescere a parità di attivi il proprio indebitamento e ciò aumenta il rischio (e a talune condizioni) anche il rendimento degli azionisti: tuttavia se gli azionisti ritengono il profilo di rischio troppo elevato possono neutralizzare la scelta dell'impresa, vendendo parte delle azioni e comprando obbligazioni e per questa via possono ridurre il rischio (del portafoglio azioni + obbligazioni) riallineandolo a quello delle azioni ante incremento del *leverage*. Al limite componendo un portafoglio nella stessa proporzione di debito e di *equity* dell'emittente si può riprodurre il profilo di rischio dell'impresa non indebitata. Questo principio della irrilevanza delle scelte di struttura finanziaria delle imprese si fonda sull'arbitraggio. Tuttavia l'arbitraggio funziona solo se:

- a) i costi di transazione sono contenuti;
- b) vi è neutralità fiscale sui redditi netti percepiti dall'investitore;
- c) vi è trasparenza sul reale *leverage* delle imprese (che non è solo un problema di accounting, ma anche di opacità e di sofisticazione degli strumenti che incorporano il debito. Ma su questo punto tornerò fra poco).

Tobin tax (e quindi costi di transazione); fiscalità d'impresa e fiscalità dei redditi da attività finanziarie (e quindi neutralità o non neutralità fiscale); e trasparenza o opacità sia di bilancio sia degli strumenti finanziari in sé: sono tre aspetti che fra loro "si tengono".

La Tobin Tax è efficace nel ridurre i rischi se non vi è incentivo in capo alle imprese a far uso di debito e se gli investitori possono conoscere il vero *leverage* delle imprese per sterilizzarne gli effetti non graditi, ma a mio avviso la Tobin Tax non è sufficiente o se si preferisce da sola è inefficace nel ridurre i rischi legati alla speculazione se si mantiene l'incentivo all'indebitamento e permane l'opacità finanziaria (i guadagni per gli arbitraggisti rimangono troppo alti per essere disincentivati dalla Tobin Tax).

Ebbene, siccome esiste un incentivo fiscale per le imprese ad assumere debito – via la deducibilità fiscale degli oneri finanziari – ed al contempo tale incentivo non è compensato sul versante della tassazione dei redditi delle attività finanziarie – attraverso una minore onerosità degli strumenti rappresentativi di capitale di rischio – non deve stupire che i mercati finanziari continuino a produrre debito in forme sempre più sofisticate. E l'eccesso di debito delle imprese non accompagnato da neutralizzazioni di portafoglio da parte degli investitori è una delle cause della crisi. Naturalmente nel tempo le forme di indebitamento si sono evolute: dai bond ai derivati, dai derivati- singoli ai derivati-*embedded* in strumenti complessi. In un crescendo di opacità e di sofisticazione. Crescendo, che la Tobin Tax, come è stata presentata, sembrerebbe continuare ad incentivare, sfavorendo i derivati semplici e “implicitamente” favorendo i derivati complessi.

L'eccesso di indebitamento è destinato a generare un insieme di fenomeni collaterali. In genere sfrutta alcune debolezze dei principi contabili che consentono un *earnings borrowing* (cioè un'anticipazione di utili dal futuro) e poi lascia; bilanci gonfiati nello sforzo di reggere il debito; valutazioni gonfiate per reggere i bilanci; gigantismo finanziario (*too big too fail*). Le debolezze contabili si fondano sull'oggettiva difficoltà di trovare un soddisfacente trade-off fra affidabilità e rilevanza economica dell'informazione contabile in cinque ambiti che da sempre sono i “Talloni di Achille” di tutti i sistemi contabili:

- a) l'area di Consolidamento (cosicché, ad esempio, il debito scompare nei veicoli);
- b) la misurazione (cosicché, ad esempio, l'aumento del rischio di non performance può diventare per l'emittente anche fonte di utile, quando il debito è misurato a *fair value*);
- c) la classificazione (per cui bisogna stabilire se la probabilità che si manifesti un evento futuro incide sulla classificazione di strumenti finanziari *contingent* –oppure riguarda solo la loro misurazione, il valore da scrivere in bilancio);
- d) la distinzione fra *liabilities and equity* (cui corrisponde la difficoltà di identificare cosa sia debito e produca costi e cosa non lo sia);
- e) la *revenue recognition* (ovvero la difficoltà di identificare quando si realizza un ricavo, ovvero quando vi è pieno trasferimento del rischio ad un soggetto non controllato).

Le conseguenze di queste debolezze contabili sono sotto gli occhi di tutti. Basti pensare al fenomeno dell'*originating e distributing* alla base della crisi dei *subprime* che contabilmente consentiva di rilevare come reddito dell'esercizio il valore attuale dei redditi che i mutui cartolarizzati avrebbe prodotto nei successivi 20/30 anni, senza lasciare traccia dei rischi non trasferiti nei bilanci degli intermediari.

La dimensione dell'instabilità generata dall'eccesso di debito è difficile da stimare perché il debito crea una leva: il che significa che non si limita ad aggiungere rischio, ma moltiplica il rischio del sottostante (ed il sottostante del debito è l'attivo d'impresa). Rischio che non è solo di natura fondamentale, ma è anche di mercato. Il prezzo di cessione di un'attività reale in condizioni di mercati illiquidi evidenzia sconti anche superiori al 50% del valore fondamentale dell'attività stessa. L'eccesso di debito genera un rischio di controparte che poi si traduce in illiquidità (cioè in sfiducia reciproca degli operatori) ed in perdita di valore delle attività. Di qui la spirale perversa che le banche centrali hanno do-

vuto disinnescare all'indomani della crisi, iniettando liquidità nel sistema e ristabilendo la fiducia.

Per tenere sotto controllo il rischio insito nello sviluppo dei mercati finanziari le leve a disposizione sono tre:

- a) la via del mercato e dell'autoregolazione. Ciò presuppone la presenza di info-intermediari (tipicamente le società di rating), cui spetta misurare il rischio emittenti facendo uso anche di informazione privata che non è accessibile al mercato;
- b) la via della vigilanza ed in particolare i livelli minimi di patrimonializzazione;
- c) la via della fiscalità che può gettare sabbia negli ingranaggi di mercato e per questa via limitare le forze speculative e soprattutto perseguire una maggiore neutralità fiscale.

Fatta questa premessa da libro di testo, possiamo ora porci una domanda:

Quali sono le caratteristiche dello strumento finanziario "ideale" per un emittente ?

La risposta è semplice: uno strumento che è debito per il fisco, *equity* o almeno in parte *equity* per le società di rating, patrimonio di vigilanza per le Autorità, patrimonio di bilancio per i principi contabili o addirittura che scompare dai bilanci perché sfugge dall'area di consolidamento.

Di qui una seconda domanda: è più facile ottenere questa pluralità di trattamento da uno strumento semplice o da uno strumento complesso?

La risposta è ovvia, e Loro comprendono quale stimolo all'innovazione finanziaria scaturisca da queste diverse prospettive. Non stupisce che i mercati finanziari alimentino uno zoo di strumenti finanziari sempre nuovi.

Nel 2010 in questa stessa Aula Magna in occasione del convegno di celebrazione della nascita di SFEF (la rivista "Strumenti Finanziari e Fiscalità" - diretta dai proff. Uckmar e Guatri -), quando ancora la proposta dell'imposta unica sui redditi delle attività finanziarie era sui tavoli tecnici, feci una relazione incentrata sul problema della distinzione fra debito ed *equity*. Oggi, rispetto ad allora, l'imposta unica è realtà e ciò ha semplificato la prospettiva dell'investitore per il quale è irrilevante la natura dello strumento (di debito o di rischio), ma tuttavia non ha risolto il problema di fondo: l'incentivo fiscale a far uso di debito da parte degli emittenti.

Un euro di oneri finanziari non genera imposizione fiscale (IRES) in capo all'impresa e diventa 80 centesimi di euro in capo al sottoscrittore del bond (per effetto dell'aliquota unica del 20%): mentre quello stesso euro diventa 58 centesimi in capo all'azionista al netto dell'IRES (al 27,5%) e dell'aliquota unica del 20% sui redditi da attività finanziarie. La differenza fra i due regimi di tassazione è del 22 per cento (= 80 - 58). Un incentivo ancora troppo potente all'indebitamento!

Naturalmente non dobbiamo pensare all'indebitamento nelle sue forme più tradizionali, ma piuttosto all'indebitamento "sofisticato", quello che transita "*embedded*" in strumenti e contratti complessi, difficili da decifrare e da smontare. Forse una disciplina fiscale dei redditi derivanti da strumenti rappresentativi di capitale di rischio volta a ridurre la convenienza per le imprese a far uso del debito sarebbe più utile in questa fase storica.

Tuttavia questa soluzione avrebbe riaperto l'annoso problema di come stabilire cosa sia debito e cosa non lo sia. Di qui la domanda: è possibile una distinzione efficace ?

È curioso che i sistemi capitalistici moderni che fanno dell'attività imprenditoriale e quindi del capitale di rischio, il motore della crescita e del benessere, siano poi così in difficoltà nel definire cosa sia capitale di rischio. Questa difficoltà di definizione è la madre dell'innovazione finanziaria "cattiva", cioè di quella innovazione finalizzata a sfruttare corridoi di arbitraggio fra sostanza economica, rappresentazione (contabile o fiscale o di vi-

gilanza) e valutazione (società di rating e merito del credito) di cui facevo cenno in precedenza. Arbitraggi che generano vantaggi privati e rischi per la collettività.

Per questo si continua ad assistere alla creazione di nuovi prodotti complessi offerti in pacchetto, quando invece in un mondo di mercati finanziari dovrebbe essere preferita la logica del “fai da te”². Il mercato fornisce gli strumenti elementari per costruire tutti i profili di *pay-off* preferiti, combinando gli strumenti elementari in relazione alle specifiche esigenze. La corsa a creare prodotti finanziari complessi anziché ad offrire strumenti elementari è legata alla difficoltà da parte dei *regulators*, degli standard setter contabili, delle amministrazioni fiscali, delle società di rating e fors’ anche degli stessi sottoscrittori di smontare tali prodotti. Così, lo zoo degli strumenti finanziari si popola di animali che sembrano docili in condizioni di stabilità finanziaria, ma che si trasformano in belve feroci al manifestarsi della crisi. Strumenti finanziari che all’emissione sembrano adatti a vedove e orfani, rivelano poi la loro natura di scommessa.

Per gli strumenti finanziari complessi forma e sostanza divergono. Di qui la difficoltà di definirne i profili caratterizzanti.

Faccio un esempio. Alcune obbligazioni convertibili prevedono, all’esercizio della conversione, anziché la consegna delle azioni il rimborso in *cash* per un importo corrispondente al valore delle azioni in concambio (non sono dunque vere e proprie obbligazioni convertibili, ma piuttosto obbligazioni indicizzate). Il sistema con cui vengono contabilizzate (*equity* o *non equity* genera effetti sull’utile e l’utile è alla base del valore di questi strumenti). Allo stesso modo una *call option* venduta è una passività se deve essere regolata per cassa. Ma può essere *equity* se l’emittente è libero di decidere se convertirla in cassa o in carta. Così, è sufficiente inserire questa opzione, anche quando non è genuina (cioè anche quando a priori si sa che si opterà per l’una o per l’altra soluzione di *settlement*), per ottenere comunque un trattamento contabile diverso. Se non è questa prevalenza della forma sulla sostanza!

Per altro i mercati in condizioni di stabilità finanziaria tendono naturalmente a ridurre le differenze fra cassa e carta, in quanto la carta può essere agevolmente convertita in cassa senza oneri. Così, si possono ideare strumenti finanziari percepiti dagli investitori come sostanzialmente equivalenti ma con clausole di *settlement* diverse (*cash*, numero di azioni variabile, numero di azioni fisso, numero di azioni fisso solo al verificarsi di alcune circostanze) e quindi effetti di classificazione contabile diversa. La distinzione fra *liabilities* e *equity* influenza il *leverage*, ma soprattutto determina l’utile. Pensiamo ora ad un prestito convertibile in azioni di società quotata. Se non si adotta la biforcazione (come la chiamate voi tributaristi) o lo *splitting* (come lo chiamiamo noi contabili) e lo strumento viene classificato interamente come passività, finisce che il suo valore è funzione del valore delle azioni della società, che a sua volta è funzione dell’utile, che a sua volta è funzione del valore delle obbligazioni indicizzate alle azioni (*loop!*).

Nella distinzione fra *liabilities* and *equity*, così come è stata affrontata fino ad oggi in ambito contabile, vi sono due problemi.

Il primo problema è: occorre partire dalla definizione di *liabilities* o di *equity*? Lo IAS 32 parte dalle *liabilities* (il che significa che è *equity* tutto ciò che non è *liability*). Gli americani hanno provato a partire dall’*equity* (cioè a definire *liability* tutto ciò che non è *equity*), ma poi si

² In gergo definito anche LEGO approach (dal nome del noto gioco di costruzioni per bambini). Il mercato fornisce dunque i mattoncini del Lego e permette di costruire in proprio il profilo di rendimento-rischio più gradito.

sono fermati³. Ora qualcuno propone di definire entrambi, con il rischio che qualcosa sfugga alla definizione.

Il secondo problema attiene a quanto ristretta si vuole sia la definizione di equity e quanto ampia la definizione di liability. Più è stretta la definizione di equity più è necessario un criterio di misurazione a fair value. Più è ampia tale definizione, più ha senso utilizzare una misurazione a costi storici.

E' chiaro che se la soluzione di questi problemi è difficile in ambito contabile, diviene impossibile in ambito fiscale. Dunque la strada da percorrere è un'altra.

Una distinzione fra debito e equity fondata sulla sostanza economica non può prescindere dalle effettive situazioni di fatto. Vi sono azioni che sopportano molto meno rischio di *high yield bonds*. Vi sono titoli di Stato che offrono un vero rendimento privo di rischio e altri che incorporano significativi premi per il rischio. Vi sono *corporate bond* con rendimenti inferiori ai titoli di stato di pari scadenza. Il problema non è dunque quello di identificare la natura dello strumento o la classe di appartenenza, quanto piuttosto di scomporre il rendimento di qualunque strumento in componenti elementari. In finanza ad esempio distinguiamo fra debito rischioso e debito non rischioso. La distinzione fra le due categorie non è legata allo strumento finanziario (che è sempre un bond), ma al fatto che il debito diventa rischioso quando il valore dell'attivo dell'emittente può scendere al di sotto del valore facciale del debito (ciò che definisce il debito rischioso è dunque la intersezione di due parametri che nulla hanno a che fare con lo strumento finanziario in sé: la rischiosità dell'attivo e la quantità di debito). La differenza di rendimento fra debito rischioso e debito non rischioso equivale al valore della posizione corta della put implicita nel debito rischioso (una put scritta sull'attivo con prezzo d'esercizio pari al valore nominale del debito). Così il rendimento di un debito rischioso va scomposto in due componenti: il rendimento privo di rischio ed il premio per il rischio (il valore della put). Lo stesso si potrebbe dire per le azioni.

In un mondo ideale – e per me è tale un mondo dove vige la neutralità fiscale (ovvero dove gli operatori non modificano le proprie decisioni rispetto ad un mondo senza imposte) - la tassazione dei redditi da attività finanziarie, e concludo, dovrebbe incentrarsi sulle diverse componenti di reddito (sulla falsariga del modello Olandese): la componente di rendimento risk free, il premio per il rischio, la componente di opzione. Il risk free dovrebbe essere tassato come i titoli di Stato, il premio per il rischio in forma tale da ridurre l'incentivo all'indebitamento, la componente opzionale in forma diversa in relazione alla natura di "reddito prodotto" o "reddito entrata". Così ad esempio un titolo azionario che offre un *dividend yield* pari al saggio risk free pagherebbe un'aliquota pari ai titoli di Stato sul dividendo e un'aliquota diversa sul capital gain. Aliquota comunque inferiore a quella che graverebbe su uno *high yield bond*, che vedrebbe il premio per il rischio tassato ad aliquota piena, così da ridurre l'incentivo al debito. In un mercato che funziona sono i rendimenti – cioè i tassi di mercato – ad esprimere la natura dei redditi. Questa logica potrebbe essere applicata a tutti gli strumenti finanziari e consentirebbe anche di risolvere la tassazione dei titoli sintetici (cioè dei titoli il cui profilo è riprodotto con opzioni, derivati e ibridi).

³ Quattro sono i documenti principali emessi sul tema da:

- FASB: Financial Accounting Series no. 1550-100, Preliminary views, *Financial Instruments with characteristics of Equity*, November 2007;
- EFRAG, Discussion paper, *Distinguishing between liabilities and equity*, January 2008;
- IASB, Discussion paper, *Financial Instruments with characteristics of equity*, September 2008;
- IASB, *Conceptual framework: Liability/Equity*, education session, December 2012.

Una proposta impossibile? Non dispongo delle competenze per rispondere. Mi limito ad osservare che in Svizzera i *Contingent Convertible Bond* (Co.Co.) – che sono obbligazioni bancarie che prevedono la conversione obbligatoria in azioni quando il patrimonio di vigilanza dell' emittente scende al di sotto di una certa soglia e quindi sono obbligazioni particolarmente rischiose visto che si trasformano in azioni proprio al verificarsi di eventi negativi - sono tassati distinguendo il rendimento in due componenti: la componente interesse tout court, dalla componente opzione (la call implicitamente venduta all'emittente il cui esercizio è condizionato al manifestarsi di un evento negativo). Che sia questa la strada per una fiscalità in grado di aiutarci ad uscire dalla crisi?