

Marzo 1980

3

Servizio Studi  
della  
Banca d'Italia

**CONTRIBUTI ALLA  
RICERCA ECONOMICA**

**temi di discussione**

A. DI MAJO

**Tassazione delle attività finanziarie  
e mercati creditizi in Italia**



**Servizio Studi  
della  
Banca d'Italia**

**CONTRIBUTI ALLA  
RICERCA ECONOMICA**

**temi di discussione**

A. DI MAJO

**Tassazione delle attività finanziarie  
e mercati creditizi in Italia**

*Questo studio, il terzo di una nuova serie, verrà pubblicato, con eventuali adattamenti e aggiornamenti, in un prossimo volume dei « Contributi alla ricerca economica ». Viene diffuso nella forma presente per informare tempestivamente sulle ricerche in corso e per ricevere critiche e osservazioni.*

## Riassunto

In questo lavoro si esaminano gli effetti, sui mercati creditizi, del sistema di tassazione delle attività finanziarie "a reddito fisso" adottato nel nostro Paese. Si dimostra che questo sistema, caratterizzato dalla differenziazione di trattamento tributario in base alla natura giuridica del percettore (persona fisica ovvero persona giuridica) degli interessi, produce effetti rilevanti sul mercato del credito. In particolare si rileva che, in condizioni concorrenziali, l'esistenza di una struttura di equilibrio dei rendimenti è resa impossibile dalla presenza della pluralità di aliquote della cedolare "secca" sugli interessi percepiti dalle persone fisiche; inoltre, nel caso in cui queste aliquote fossero unificate, l'equilibrio sarebbe possibile solo se le condizioni di mercato consentissero la capitalizzazione del differenziale tributario (sugli interessi da attività tassate ed esenti) per le persone fisiche e la simultanea incidenza del prelievo fiscale (effettuato attraverso le imposte sul reddito di impresa) sui "frutti" conseguiti dalle persone giuridiche. Si può, infine, osservare che la struttura dei tassi di interesse ha effetti vamente risentito negli anni recenti dell'evoluzione dei conti economici delle aziende di credito, che rappresentano i principali investitori nei mercati creditizi, i cui calcoli di convenienza sono appunto influenzati da gli effetti della struttura del conto economico sul loro debito complessivo di imposta.

## INDICE

1 - Introduzione .....	pag.	1
2 - Effetti della tassazione sulle scelte degli investitori- persone fisiche .....	"	3
3 - Effetti della tassazione sulle scelte degli investitori- persone giuridiche .....	"	8
4 - Tassazione delle attività finanziarie ed equilibrio del mercato del credito .....	"	23
5 - La convenienza relativa all'acquisizione di attività fi- nanziarie sottoposte a diverso regime impositivo negli anni successivi alla riforma tributaria .....	"	31
6 - La struttura dei rendimenti delle attività finanziarie in relazione al "peso" della tassazione, nel periodo 1976 - 1979 .....	"	35
7 - Conclusioni .....	"	44
8 - Bibliografia .....	"	47



TASSAZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE  
E MERCATI CREDITIZI IN ITALIA

1 - Introduzione

Gli effetti della tassazione sull'equilibrio del mercato dei capitali e sui tassi di interesse hanno da sempre costituito uno dei principali campi di indagine della Scienza delle Finanze, che ci ha fornito eleganti e approfondite analisi teoriche del problema della "traslazione" e dell'"ammortamento" dell'imposizione dei redditi da capitale <sup>(1)</sup>. Ormai da qualche anno <sup>(2)</sup> è stato introdotto nel nostro Paese un sistema di tassazione dei proventi delle attività finanziarie che presenta caratteristiche che lo rendono diverso da quelli usualmente considerati nei testi di Finanza pubblica; il regime di tassazione è, infatti, differenziato in funzione sia della natura giuridica del percettore (persona fisica o persona giuridica) sia del tipo di attività finanziaria posseduta (obbligazioni, varie specie di depositi, ecc.). Al tempo dell'entrata in vigore della ri-

---

<sup>(1)</sup> Si può rinviare a C. COSCIANI, Istituzioni di Scienza delle Finanze, Utet, Torino 1977, pagg. 119-123 e a S. STEVE, Lezioni di Scienza delle Finanze, Cedam, Padova, 1976, pagg. 65-66 e 86-90 e alla bibliografia riportata nei due volumi. Tra i contributi più importanti allo studio dello ammortamento dell'imposta bisogna ricordare quelli di L. EINAUDI (si può rimandare a Saggi sul risparmio e l'imposta, Einaudi, 1958, pagg. 161-261), che ebbero una vasta diffusione internazionale; L. Einaudi scrisse la voce Capitalization and Amortization of Taxes, dell'"Encyclopedia of Social Sciences", vol. III; MacMillan, New York 1937, pagg. 211-213, ristampato in R.A. MUSGRAVE and C. SHOUP (eds.), "Readings in the Economics of Taxation", London 1959, pagg. 389-392.

<sup>(2)</sup> La riforma dell'imposizione diretta è entrata in vigore nel 1974.

forma tributaria non sono mancate alcune interessanti analisi dei probabili effetti delle innovazioni apportate <sup>(3)</sup>; rispetto a quegli studi questo lavoro può avvantaggiarsi del tempo trascorso: anche se ancora scarsi e incompleti, si dispone di dati che possono essere esaminati per avere qualche indicazione sugli effetti che si sono in concreto realizzati. La complessità di questo regime impositivo (tra l'altro, l'onere tributario è, per le persone giuridiche, funzione, come si vedrà, di un insieme di relazioni tra le varie componenti del loro conto economico) ha reso indispensabile un'analisi teorica, sia pure di portata limitata, per precisarne le caratteristiche. Questo tipo di tassazione può essere esaminato sotto diversi punti di vista (effetti sulla distribuzione dei redditi e della ricchezza, ecc.); in questo lavoro si è scelto l'obiettivo di individuarne gli effetti sugli equilibri del mercato del credito. A questo fine i risultati raggiunti attraverso l'analisi teorica sono stati utilizzati come guida all'interpretazione dei dati raccolti per consentire una, sia pure approssimata, valutazione degli effetti che la tassazione ha avuto in concreto sulla struttura dei tassi di interesse del nostro Paese.

---

<sup>(3)</sup> Si vedano in particolare: C. COSCIANI, Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa, in "Bancaria", 1974, pagg. 381-406 e G. LA MALFA - R. VALIANI, Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria, in "Moneta e Credito" 1974, pagg. 30-49.

2 - Effetti della tassazione sulle scelte degli investitori- persone fisiche

La distribuzione dell'impiego di risorse in attività finanziarie da parte degli individui è stata analizzata dalla teoria delle scelte di portafoglio (<sup>4</sup>), integrata dalle ricerche che hanno dato origine al cosiddetto "Capital Assets Pricing Model" (CAPM) (<sup>5</sup>). Il ricorso alla teoria delle scelte di portafoglio è indispensabile per un'analisi degli effetti della tassazione sulla ripartizione degli investimenti tra le varie attività "rischiose" e "non rischiose".

Si può ricordare che, date certe ipotesi, il portafoglio "efficiente" può essere realizzato "separando" la scelta della combinazione "ottima" di attività rischiose da quella tra la quota di portafoglio da destinare a quest'ultima e la parte da investire in attività "non rischiose" (<sup>6</sup>). In questo lavoro si trascurano gli effetti delle imposte sui red

---

<sup>4</sup> Per un'analisi degli effetti delle imposte, nell'ambito della teoria delle scelte di portafoglio come originariamente formulata da MARKOWITZ e TOBIN, si veda S. LEPPER, Effects of Alternative Tax Structures on Individual Holdings of Financial Assets, in D.H. HESTER - J. TOBIN (eds.), "Risk Aversion and Portfolio Choice", New York 1967.

<sup>5</sup> L'articolo che ha introdotto il "CAPM" è di W.F. SHARPE, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk in "Journal of Finance", 1964, pagg. 425-442. Da questo articolo è originata un'abbondante letteratura, cui si rimanda per approfondimenti. Per una descrizione elementare del modello, si veda J.H. LORIE - M.T. HAMILTON, The Stock Market, Theories and Evidence, Homewood, 1973, pagg. 198-210. Un'applicazione del modello al mercato azionario italiano è stata effettuata da G. CRISTINI, I rendimenti delle azioni e l'efficienza della Borsa, in "Contributi alla ricerca economica" del Servizio Studi della Banca d'Italia n. 8, Roma 1978, pagg. 113-174.

<sup>6</sup> Si veda J.H. LORIE-M.T. HAMILTON, The Stock ... cit., pag. 180, in cui il c.d. "separation theorem" viene descritto in maniera semplificata.

diti azionari (il cui trattamento tributario è stato, tra l'altro, recentemente riformato nel nostro paese <sup>(7)</sup>) e ci si limita a considerare come la tassazione influenza la scelta tra le varie attività finanziarie "a reddito fisso", prescindendo dalla determinazione della quota complessiva di queste attività nel portafoglio dell'investitore. Si tratta evidentemente di un'approssimazione che, trascurando le differenze di "rischio" <sup>(8)</sup> tra le attività considerate, consente di concentrare l'attenzione solo sul "primo momento" delle distribuzioni di probabilità dei rendimenti attesi. Di conseguenza, è ragionevole supporre che l'investitore - persona fisica, al fine di massimizzare il rendimento delle attività possedute, ripartisca la quota del suo portafoglio destinata a quelle "a reddito fisso", in modo da livellare i rendimenti marginali al netto di imposta. Attualmente nel nostro Paese la tassazione è disciplinata nel modo sintetizzato nella prima colonna della tavola 1 <sup>(9)</sup>.

La differenziazione tra le aliquote era più ampia al tempo dell'introduzione della riforma; con le successive modifiche è stata porta-

---

<sup>(7)</sup> Per questo aspetto si vedano L. SPAVENTA-V. VISCO, Analisi e valutazioni delle principali misure proposte dal Governo in materia fiscale e societaria, Documento di Studio n. 1 del "Centro Torre Argentina", settembre 1977 e C. COSCIANI, Considerazioni sulla riforma dell'imposta sulle persone giuridiche con riferimento al credito di imposta, in "Bancaria", 1978.

<sup>(8)</sup> Nella parte empirica si terrà conto, in certa misura, di questo aspetto effettuando confronti tra attività il più possibile omogenee sotto questo aspetto. In ogni caso, va ricordato che poichè si tratta di attività diverse da quelle che rappresentano la partecipazione agli utili, il problema è di portata limitata.

<sup>(9)</sup> Nella tavola 1 viene riportato anche il trattamento tributario dei dividendi azionari, solo per esigenze di completezza.

## TASSAZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE (1)

TIPI DI ATTIVITA'	Persone fisiche ritenuta a titolo di imposta	Persone giuridiche ritenuta a titolo di acconto
- Depositi bancari e postali	20 %	20 %
- Titoli di Stato e assimilati (incluse obbligazioni ENEL)	0	0
- Obbligazioni di Istituti di Credito Speciale	10 %	10 %
- Obbligazioni emesse da imprese private o da enti di gestione delle P.S.	20 %	20 %
- Titoli obbligazionari emessi prima dell'1/1/74	esenti	concorrono con il 50% al reddito ai fini IRPEG (2)
- Azioni ordinarie	10% a titolo di acconto (3)	10% a titolo di acconto (3)

(1) Situazione nel 1979; l'evoluzione della tassazione tra il 1974 e il 1979 viene ricordata più avanti (Tavv. 2 e 3). Esistono differenziazioni ulteriori per le azioni di risparmio, le obbligazioni convertibili, le attività possedute da non residenti, ecc.

(2) Sono, invece, esenti ai fini dell'ILOR.

(3) La ritenuta del 10 per cento è accompagnata da un credito di imposta, a favore del percettore, pari a un terzo dell'ammontare dei dividendi. Questi devono essere inclusi nella dichiarazione dei redditi (ai fini dell'IRPEF per le persone fisiche e dell'IRPEG per le persone giuridiche) e il credito può essere utilizzato per ridurre il debito d'imposta.

ta al livello attualmente esistente che risulta, per il reddito fisso, articolata in tre aliquote: zero, 10 e 20 per cento (escludendo i casi particolari ricordati nella nota (1) della tav. 1). Questa "scala" di aliquote corrisponde alla "percuSSIONe" del tributo sugli interessi percepiti dalle persone fisiche; il tributo non colpisce invece, normalmente, i guadagni di capitale realizzati da questi contribuenti attraverso il possesso o la negoziazione di titoli a reddito fisso, a meno che non siano conseguiti da imprese, soggette all'IRPEF, che abbiano come attività specifica, ancorchè non esclusiva, "l'assunzione di partecipazioni in società o enti, la compravendita, il possesso e la gestione di titoli pubblici o privati o alcune di tali attività" <sup>(10)</sup> <sup>(11)</sup>.

E' interessante notare che il diverso trattamento tributario degli interessi e dei guadagni di capitale non è peculiare del sistema italiano: ad esempio in Gran Bretagna i guadagni di capitale sono colpiti con un'aliquota proporzionale (del 30 per cento in generale, ma sono previste varie agevolazioni) mentre gli interessi sono soggetti all'imposizione personale. Di conseguenza i contribuenti ad alto reddito pos-

---

<sup>(10)</sup> Articolo 53 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 597 del 29 settembre 1973.

<sup>(11)</sup> Sono, invece, tassabili le plusvalenze realizzate dalle imprese soggette ad IRPEF sui beni immobili, fatti salvi i casi particolari indicati dall'art. 54 del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 587, per i quali le plusvalenze non concorrono a formare il reddito imponibile qualora siano accantonate in apposito fondo del passivo del bilancio di impresa e siano reinvestite in beni ammortizzabili entro il secondo periodo di imposta successivo a quello del realizzo.

sono usufruire di risparmi di imposta attraverso il possesso di titoli a bassa cedola (<sup>12</sup>).

Descritte sommariamente le caratteristiche istituzionali del sistema di tassazione dei "frutti" delle attività finanziarie, i cui interessi risultano soggetti, se percepiti da persone fisiche, ad un'imposizione di tipo proporzionale (ad aliquote 0, 10, 20 per cento), il livellamento dei loro rendimenti a margine può essere così indicato (<sup>13</sup>):

$$R_E = R_{T_1} (1 - t_1) = R_{T_2} (1 - t_2) = R_V$$

in cui :  $R_E$  sono gli interessi delle attività esenti;

$R_{T_1}$  sono gli interessi delle attività soggette alla ritenuta, a

---

(<sup>12</sup>) E' il caso delle obbligazioni del Tesoro inglese al 3 per cento possedute attualmente in prevalenza da contribuenti ad alto reddito. Al di sopra di un certo livello il reddito veniva tassato fino a pochi mesi fa con un'aliquota marginale (tra imposta personale e "surcharge" per redditi da investimento) del 98 per cento; se il titolo ricordato offriva un rendimento complessivo del 10 per cento, solo il 3 per cento veniva tassato al 98 per cento, ma il restante 7 per cento era colpito con un'aliquota del 30 per cento, al tempo della realizzazione del guadagno di capitale. Per i vari aspetti sulla tassazione dei redditi da investimento in Gran Bretagna si veda J.A. KAY e M.A. KING, The British Tax System, Oxford University Press, 1978, pp. 51-71. Questa situazione non è stata sostanzialmente modificata dalla riforma realizzata dal nuovo governo conservatore che ha abbassato le aliquote dell'imposta, ma non ha abolito il differenziale. Recentemente è stato dimostrato che anche negli Stati Uniti la tassazione ha effetti molto rilevanti sulla struttura dei tassi di interesse (T.Q. COOK - P.H. HENDERSHOTT, The Impact of Taxes, Risk and Relative Security Supplies on Interest Rate Differentials, in "Journal of Finance", 1978, pagg. 1173-1185).

(<sup>13</sup>) Per semplicità si suppone che il rendimento consista unicamente di interessi e non sia, quindi, nemmeno in parte influenzato da guadagni e perdite di capitale. Questo per evitare di complicare le formule, ma la limitazione può essere rimossa e se ne terrà conto nell'interpretazione dei risultati empirici.

titolo di imposta, pari a  $t_1$ , ad esempio il 10 %;

$R_{T_2}$  sono gli interessi delle attività soggetti alla ritenuta, a titolo di imposta, pari a  $t_2$  ( $t_2 \neq t_1$ ), ad esempio il 20%;

$R_V$  sono gli interessi dei titoli emessi prima dell'1/1/1974.

Se le attività finanziarie fossero soggette solo a questo regime di tassazione ovvero se esistessero unicamente persone fisiche sarebbe relativamente semplice esaminare gli effetti della tassazione sulla domanda di attività finanziarie e, quindi, sull'equilibrio sul mercato creditizio e se ne dovrebbe concludere che, a parità di altre condizioni, i rendimenti netti delle varie attività tendono a livellarsi dando luogo al fenomeno conosciuto dalla Scienza delle Finanze come "ammortamento" dell'imposta sull'emittente del titolo (<sup>14</sup>). La peculiarità della nostra struttura della tassazione è, però, connessa con l'esistenza di un duplice regime, per cui, prima di affrontare i problemi posti dall'individuazione dell'equilibrio, bisogna chiarire come la tassazione influenza le "convenienze" delle persone giuridiche ad investire nelle varie attività finanziarie.

---

<sup>14</sup> ( ) Si veda G. LA MALFA - R. VALIANI, Il mercato ... cit., pag. 36.

### 3 - Effetti della tassazione sulle scelte degli investitori-persone giuridiche.

Come si può notare dall'ultima colonna della tavola 1, gli interessi percepiti dalle persone giuridiche sono soggetti allo stesso sistema di ritenuta delle persone fisiche: si tratta, però, di una ritenuta che costituisce un "acconto" dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche (IRPEG) dovuta da questi contribuenti sul complesso dei loro profitti. Di conseguenza, l'effetto della tassazione sulla convenienza relativa ad investire nelle varie attività finanziarie si può individuare solo esaminando come operano le imposte che colpiscono il reddito (IRPEG e ILOR), mentre la ritenuta costituisce solo un "anticipo" allo Stato il cui costo, per la persona giuridica, dipende dal tempo necessario a "conguagliarlo" <sup>(15)</sup> nell'imposta globalmente dovuta e dalla differenza tra il tasso di interesse conseguibile sul mercato e quello corrisposto dallo Stato nelle more dell'eventuale rimborso.

E', quindi, importante chiarire quei meccanismi, fondamentali ai fini di questo lavoro, che regolano nel nostro paese la tassazione del reddito di impresa. Attualmente i ricavi derivanti dall'attività economica delle persone giuridiche si possono distinguere <sup>(16)</sup> in: a) ricavi tassati; b) ricavi esenti; c) interessi derivanti dal possesso dei titoli emessi prima dell'entrata in vigore della riforma tributaria (1° gennaio 1974). I pr

---

<sup>(15)</sup> Eventualmente attraverso un rimborso del Fisco al contribuente, se la ritenuta è superiore all'imposta in definitiva dovuta; questo caso, come si avrà occasione di chiarire più avanti, non è infrequente.

<sup>(16)</sup> Prescindendo da altre distinzioni che sono di minore rilevanza, specie per le persone giuridiche più attive sul mercato creditizio (istituzioni creditizie, società finanziarie, ecc.).

mi concorrono completamente alla determinazione del reddito imponibile, i secondi sono esclusi; gli interessi sui titoli "vecchi", che, come si è visto, sono assimilati a quelli dei titoli esenti se percepiti da persone fisiche, concorrono, per il 50 per cento, alla definizione del reddito imponibile IRPEG, mentre sono esclusi dalla determinazione del reddito tassabile ILOR.

Come si è già accennato nel paragrafo precedente, le plusvalenze entrano a far parte del reddito di impresa come ricavi tassati, indipendentemente dal tipo di attività finanziaria attraverso cui sono ottenuti (<sup>17</sup>). E' importante osservare che anche le plusvalenze non realizzate, se iscritte in bilancio, concorrono (<sup>18</sup>) alla definizione dell'imponibile; questa norma assicura, ovviamente, margini di discrezionalità nella determinazione del reddito tassabile in ciascun esercizio. Nel seguito di questo paragrafo, quindi, i ricavi tassati (indicati con il simbolo  $R_T$ ) sono comprensivi delle plusvalenze; nel paragrafo successivo, invece, per semplificare l'analisi della formazione dell'equilibrio del mercato,  $R_T$  verrà definito in maniera più "restrittiva".

L'altro aspetto di fondamentale importanza ai fini di questo lavoro è il meccanismo, previsto dalle norme tributarie, attraverso cui viene definita la partecipazione dei costi di impresa al calcolo del reddito imponibile. Prescindendo da altre caratteristiche di minore importanza, va rilevato che gli interessi passivi e le spese generali, a norma degli artt.

---

(<sup>17</sup>) Come si è detto, a norma dell'art. 53 del DPR 597/1973 e dell'art. 5 del DPR 598/1973, questa regola generale viene derogata solo nel caso di plusvalenze realizzate su attività diverse da quella specificata dell'impresa non societaria.

(<sup>18</sup>) A norma dell'art. 12 del DPR 598/1973.

58 e 61 del DPR n. 597 del 1973 (<sup>19</sup>), a differenza dei costi "susceptibili di imputazione specifica" (che concorrono per intero alla determinazione dell'imponibile), costituiscono componenti negative del reddito tassabile nella proporzione determinata dalla seguente frazione (<sup>20</sup>), che costituisce il coefficiente di detraibilità ( $\alpha$ ):

$$\alpha = \frac{R_T + 0,5 R_V}{R_T + R_V + 0,9 R_{E_P} + R_{E_A}}$$

in cui:  $R_T$  sono i ricavi tassati;  $R_V$  gli interessi sui titoli "vecchi";  $R_{E_P}$  gli interessi, esenti, da titoli pubblici e  $R_{E_A}$  gli altri ricavi esenti (<sup>21</sup>). Questa distinzione all'interno dei ricavi esenti è di difficile comprensione, se si esclude il desiderio di introdurre un elemento di favore per i titoli del debito pubblico; infatti la considerazione dei soli nove/decimi degli interessi sui titoli pubblici rende la fra-

---

<sup>19</sup>) Modificato dall'art. 28 della Legge 2 dicembre 1975, n. 576.

<sup>20</sup>) L'art. 58 dispone "Gli interessi passivi ... sono deducibili per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e altri proventi che concorrono a formare il reddito di impresa, comprese le plusvalenze patrimoniali e le sopravvenienze attive, e l'ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi, compresi quelli che fruiscono di esenzioni ed esclusi quelli soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta; tuttavia gli interessi, premi e altri frutti delle obbligazioni pubbliche esenti a norma dell'art. 31 del DPR 29/9/1973, n. 601, concorrono a formare l'ammontare complessivo per i nove/decimi del loro importo ..." e lo art. 61: "...i costi e gli oneri non suscettibili di imputazione specifica sono deducibili nella proporzione stabilita dal primo comma dell'art. 58".

<sup>21</sup>) Questi ultimi sono costituiti principalmente dagli interessi sui titoli emessi da istituzioni internazionali (ad esempio la Banca Europea degli Investimenti).

zione  $\alpha$  più elevata e, quindi, maggiore la quota deducibile degli interessi passivi e delle altre spese generali rispetto a quanto avviene per gli interessi degli altri titoli esenti (<sup>22</sup>). D'altro canto si può pensare che la considerazione dei nove/decimi dei ricavi esenti tenda a mitigare forfettariamente l'onere derivante dal fatto che la parte del rendimento dei titoli pubblici realizzata attraverso i guadagni di capitale viene inclusa, come tutte le plusvalenze, nei ricavi tassati, limitando il "vantaggio" del possesso dei titoli esenti rispetto a quelli tassati. Nel seguito, per semplicità, verranno trascurati gli "altri" ricavi esenti (nella frazione che fornisce il valore di  $\alpha$ ,  $R_{E_A}$  si pone = 0). Si noti, infine, che le plusvalenze patrimoniali (previste dall'art. 54 del DPR 597/1973) concorrono in maniera "anomala" alla determinazione del coefficiente ( $\alpha$ ) di detraibilità dei costi (<sup>23</sup>).

Per tutto quanto si è detto si ritiene necessario precisare analiticamente come opera la tassazione del reddito di una persona giuri-

---

(<sup>22</sup>) La circolare n. 3 del Ministero delle Finanze - Direzione Generale delle Imposte Dirette - Divisione IX - prot. n. 9/010 - 76, del 2 febbraio 1976, rileva che si tratta di "una scelta di politica legislativa a favore degli investimenti in titoli pubblici, in virtù della quale la proporzione viene spostata a vantaggio della quota deducibile degli interessi passivi". In conseguenza della legge 576 del 1975, tra l'altro, fu chiarito che gli interessi corrisposti sulle cartelle fondiari non potevano essere considerati costi di imputazione specifica e dovevano quindi rientrare nel riparto generale degli interessi (si veda la richiamata Circolare del Ministero delle Finanze).

(<sup>23</sup>) Infatti se destinate all'accantonamento, sono escluse dal numeratore (ricavi tassati) e sono, invece, incluse nel denominatore (assimilate, solo a questo fine, ai ricavi esenti).

dica, almeno negli aspetti essenziali. A questo fine, sia  $P_L$  il profitto lordo,  $P_n$  il profitto al netto delle imposte sul reddito e  $T$  l'onere tributario (per IRPEG e ILOR), si ha :

$$P_n = P_L - T$$

$T$  risulta dall'operare dell'IRPEG e dell'ILOR secondo le "regole" della legislazione, in parte ricordate nelle pagine precedenti. Considerando separatamente le due imposte, si ottiene :

$$T_{IRPEG} = t_{IRPEG} \left[ R_T + 0,5 R_V - \alpha I_p - T_{ILOR} - AC \right]$$

in cui l'espressione tra parentesi indica il reddito imponibile ai fini dell'IRPEG; in particolare  $I_p$  rappresenta gli interessi passivi e le spese generali, cui si applica il noto coefficiente di detraibilità ( $\alpha$ ),  $AC$  rappresenta gli altri costi detraibili per intero e  $t_{IRPEG}$  rappresenta l'aliquota dell'IRPEG; si noti che l'ILOR è deducibile dall'imponibile IRPEG <sup>(24)</sup>. D'altro canto l'ILOR dovuta risulta da <sup>(25)</sup>:

$$T_{ILOR} = t_{ILOR} \left[ R_T - \alpha I_p - AC \right]$$

in cui l'espressione tra parentesi indica il reddito imponibile ai fini

---

<sup>(24)</sup> Fino al 1977 questa detrazione non era ammessa.

<sup>(25)</sup> Come si è detto, i ricavi "vecchi" non costituiscono imponibile ai fini ILOR. Questa circostanza è però ininfluenta ai fini della determinazione del concorso delle spese generali all'imponibile ILOR. Le formule sono ovviamente approssimate, anche se questa approssimazione è soddisfacente ai nostri fini; per una più esatta individuazione delle differenze tra gli imponibili IRPEG e ILOR si può rimandare, oltre che al testo delle leggi, alla circolare ASSONIME n. 35 del 4 aprile 1979.

ILOR e  $t_{ILOR}$  l'aliquotà di questo tributo.

Di conseguenza l'onere tributario complessivo,

$T = T_{IRPEG} + T_{ILOR}$ , è dato da :

$$T = \left[ t_{IRPEG} - t_{IRPEG} t_{ILOR} + t_{ILOR} \right] R_T + t_{IRPEG} 0,5 R_V -$$

$$- \left[ t_{IRPEG} - t_{IRPEG} t_{ILOR} + t_{ILOR} \right] \alpha I_p -$$

$$- \left[ t_{IRPEG} - t_{IRPEG} t_{ILOR} + t_{ILOR} \right] AC$$

Definendo  $t = t_{IRPEG} (1 - t_{ILOR}) + t_{ILOR}$  (<sup>26</sup>), si ottiene il debito completo di imposta (T)

$$(1) \quad T = t (R_T - \alpha I_p - AC) + t_{IRPEG} 0,5 R_V$$

Essendo :

$$P_n = P_L - T$$

si ha :

$$P_n = (R_T + R_V + R_E) - I_p - AC - t (R_T - \alpha I_p - AC) - t_{IRPEG} 0,5 R_V$$

cioè, in definitiva :

$$(2) \quad P_n = (1 - t) R_T + R_E + (1 - 0,5 t_{IRPEG}) R_V - (1 - \alpha t) I_p -$$

$$- (1 - t) AC$$

---

(<sup>26</sup>) Attualmente  $t_{IRPEG} = 0,25$  e  $t_{ILOR} = 0,15$ , per cui  $t = 0,3625$ . In questo lavoro non si tiene conto dei meccanismi di "integrazione" tra imposta sul reddito di impresa e imposta personale, che pure possono influenzare le scelte finanziarie delle persone giuridiche, almeno nel caso in cui siano di proprietà privata.

Dall'esame della (1) e della (2) si può comprendere che l'acquisizione dei vari tipi di attività finanziarie determina effetti differenti sul profitto netto dell'impresa, poichè diversamente influenzato è l'onere tributario a seconda che si conseguano ricavi tassati, ricavi "vecchi" ovvero ricavi esenti. In particolare poichè il coefficiente  $\alpha$  influenza T (come risulta dalla (1)), una variazione dei ricavi esenti, la cui entità contribuisce alla definizione di  $\alpha$ , modifica l'onere tributario delle persone giuridiche, per cui per queste, a differenza delle persone fisiche, non esistono ricavi che siano, strictu sensu, esenti.

Per individuare la convenienza relativa ad acquisire vari tipi di ricavi bisogna definire le diverse aliquote marginali effettive di imposizione. Ipotizzando variazioni infinitesime (<sup>27</sup>) delle grandezze in esame, dalla (1) si ottengono :

$$\frac{dT}{dR_t} = t - t I_p \frac{\partial \alpha}{\partial R_t} ; \frac{dT}{dR_E} = - t I_p \frac{\partial \alpha}{\partial R_E} ; \frac{dT}{dR_V} = 0,5 t_{IRPEG} - t I_p \frac{\partial \alpha}{\partial R_V}$$

Da cui (<sup>28</sup>)

$$(3) \quad \frac{dT}{dR_t} = t - t \frac{0,5 R_V + 0,9 R_E}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p$$

(<sup>27</sup>) Se si ipotizzano variazioni "finite" delle grandezze in esame i risultati non cambiano in modo rilevante, come si dimostra nella nota (<sup>30</sup>).

(<sup>28</sup>) Poichè :

$$\frac{\partial \alpha}{\partial R_t} = \frac{0,5 R_V + 0,9 R_E}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}$$

e, similmente (<sup>29</sup>)

$$(4) \quad \frac{dT}{dR_E} = t \frac{0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_P$$

e :

$$(5) \quad \frac{dT}{dR_V} = 0,5 t_{IRPEG} - t \frac{0,45 R_E - 0,5 R_T}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_P$$

Come si può notare, per i ricavi ~~tassati~~ e per quelli "vecchi" l'effetto della tassazione si può separare in due parti: quello derivante dall'inclusione dei ricavi tra le componenti positive del reddito imponibile (per intero quelli tassati, in parte quelli "vecchi") e quello dovuto alla modifica dell'entità dei componenti negativi del reddito attraverso la variazione indotta in  $\alpha$ . Per i ricavi esenti, invece, opera solo quest'ultimo effetto. Da queste aliquote marginali di imposizione si può passare a considerare l'effetto dei vari tipi di ricavi sul profitto netto dell'impresa; ricordando la (2) si ha :

$$(6) \quad \frac{dPn}{dR_T} = (1 - t) + t \frac{0,5 R_V + 0,9 R_E}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_P$$

$$(7) \quad \frac{dPn}{dR_E} = 1 - t \frac{0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_P$$

---

(<sup>29</sup>)

$$\frac{\partial \alpha}{\partial R_E} = - \frac{0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} \quad e \quad \frac{\partial \alpha}{\partial R_V} = \frac{0,45 R_E + 0,5 R_T}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}$$

$$(8) \quad \frac{dP_n}{dR_V} = (1 - 0,5 t_{IRPEG}) + t \frac{0,45 R_E - 0,5 R_T}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p$$

Queste formule consentono di individuare in maniera completa l'effetto della tassazione sulla convenienza ad acquisire i vari tipi di ricavi (<sup>30</sup>). E' evidente che il rendimento di un investimento in attività finanziarie è funzione, per una persona giuridica, oltre che dell'aliquota della tassazione del reddito di impresa (t) della struttura del suo conto economico e, in particolare, dei rapporti esistenti tra i vari tipi di ricavi e tra ognuno di questi e i costi ( $I_p$ ) cui si applica il coefficiente di detraibilità.

Per le persone giuridiche che operano come intermediari finanziari (principalmente le aziende di credito) il problema della scelta si pone spesso in termini di confronto tra i costi della raccolta e i ricavi dell'impiego. Su questa scelta la tassazione opera attraverso entrambi gli aspetti considerati. L'aumento degli interessi passivi determina,

(<sup>30</sup>) Si può osservare che la considerazione di variazioni finite, anziché infinitesime, delle variabili esaminate non cambia sostanzialmente i risultati. Se per semplificare assumiamo  $R_V = 0$ , la (6) diventa in questo caso :

$$\frac{\Delta P_n}{\Delta R_t} = (1-t) + t \frac{0,9 R_E}{(R_T + 0,9 R_E)^2 + \Delta R_T (R_T + 0,9 R_E)} I_p$$

$$\text{e la (7) : } \frac{\Delta P_n}{\Delta R_E} = 1 - t \frac{0,9 R_T}{(R_T + 0,9 R_E)^2 + 0,9 \Delta R_E (R_T + 0,9 R_E)} I_p$$

Ovviamente un investitore-persona giuridica opera in realtà su grandezze finite, per cui nei suoi calcoli di convenienza deve adottare in concreto queste formule, anziché quelle per variazioni infinitesime, indicate nel testo.

infatti, una riduzione del profitto netto pari a :

$$(9) \quad dP_n = - (1 - t) d I_p$$

Differenziando la (2) simultaneamente rispetto a  $I_p$  ed a  $R_T$  ponendo  $dI_p = dR_T = dR$ , si ottiene l'effetto sul profitto netto di un aumento di eguale entità dei costi e dei ricavi

$$\frac{dP_n}{dR} = -t + t \left[ \frac{0,5 R_V + 0,9 R_E}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} (1 + I_p) + \frac{R_T + 0,5 R_V}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)} \right]$$

Il risultato complessivo è incerto: il profitto netto aumenterà o diminuirà a seconda che l'espressione contenuta nella parentesi quadrata sia  $\gtrless 1$  <sup>(31)</sup>.

Dalla differenza tra la (6) e la (7) è possibile individuare la convenienza a sostituire un certo ammontare di ricavi tassati con una pari somma di ricavi esenti, a parità di altre condizioni. Sia  $\Delta_{E,T}$  la variazione del profitto netto risultante da tale operazione e  $dR = \begin{vmatrix} dR_T \\ dR_E \end{vmatrix} =$  la entità dei ricavi sostituiti, si ottiene :

$$\Delta_{E,T} = t \left[ 1 - \frac{0,9 R_T + 0,95 R_V + 0,9 R_E}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p \right] dR$$

Si può semplificare l'espressione se si approssima  $(0,9 R_T + 0,95 R_V) \approx (R_T + R_V)$  ottenendo :

---

<sup>(31)</sup> Risultati simili si raggiungono considerando  $dR_E$  e  $dR_V$ . L'effetto complessivo dipende sempre dalla struttura dei conti economici della persona giuridica.

$$\tilde{\Delta}_{E,T} = t \left[ 1 - \frac{0,9 I_p}{R_T + R_V + 0,9 R_E} \right] dR$$

da cui risulta evidente che la convenienza a sostituire ricavi tassati con ricavi esenti è approssimativamente indipendente dalla struttura dei ricavi essendo, invece, principalmente funzione (inversa) del rapporto tra spese definite generali a fini fiscali ( $I_p$ ) e ricavi totali ( $R_T + R_V + R_E$ ) <sup>(32)</sup>.

Questi risultati derivano semplicemente dalla tecnica della tassazione e prescindono da alcuna assunzione circa il comportamento della persona giuridica. Parallelamente con quanto si è ipotizzato per le persone fisiche, si assume ora che l'investitore-persona giuridica tenda a livellare i rendimenti netti attesi dalle varie attività finanziarie "non rischiose" (ciò che equivale alla massimizzazione del contributo degli investimenti in attività finanziarie "non rischiose" alla formazione del profitto netto).

Questo implica che la distribuzione degli investimenti avvenga in modo da ottenere :

$$\frac{\partial P_n}{\partial R_T} dR_T = \frac{\partial P_n}{\partial R_E} dR_E = \frac{\partial P_n}{\partial R_V} dR_V$$

<sup>(32)</sup> Similmente la sostituzione di ricavi tassati con ricavi "vecchi" dà luogo a :

$$\Delta_{V,T} = (t - 0,5 t_{IRPEG}) - t \left[ \frac{0,5 I_p}{R_T + R_V + 0,9 R_E} \right] dR$$

in cui, data la differenza  $(t - 0,5 t_{IRPEG})$ , la convenienza dell'operazione risulta ancora funzione del rapporto tra spese generali ( $I_p$ ) e ricavi totali.

Utilizzando le (6), (7) e (8) è possibile ricavare gli "scarti" tra i rendimenti di mercato delle varie attività finanziarie idonei ad assicurare questo livellamento <sup>(33)</sup>.

Dalla (6) e dalla (7) si ottiene :

$$(10) \quad \frac{d R_T}{d R_E} = \frac{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 - t I_p 0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(1-t) (R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 + t I_p (0,9 R_E + 0,5 R_V)}$$

$$(11) \quad \frac{d R_T}{d R_V} = \frac{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 (1 - 0,5 t_{IRPEG}) + t I_p (0,45 R_E - 0,5 R_T)}{(1-t) (R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 + t I_p (0,9 R_E + 0,5 R_V)}$$

$$(12) \quad \frac{d R_V}{d R_E} = \frac{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 - t I_p 0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(1-0,5 t_{IRPEG}) (R_T + R_V + 0,9 R_E)^2 + t I_p (0,45 R_E - 0,5 R_T)}$$

Si può osservare che la (10), la (11) e la (12) possono assumere valori  $\geq 1$ . E' cioè possibile, in linea teorica, che il livellamento dei rendimenti netti avvenga ad esempio con rendimenti di mercato delle attività tassate minori di quelli delle attività esenti; come si può notare tutto dipende, date le aliquote dell'imposta, dalla struttura del

---

<sup>(33)</sup> Nella derivazione di queste formule si assume per semplicità che il rendimento delle attività finanziarie sia interamente assicurato dagli interessi (e non dalle plusvalenze). Ciò è sicuramente vero per i depositi bancari e per i BOT; per questi ultimi, anche se tecnicamente il rendimento è costituito da differenze nel valore del buono (tra prezzo di emissione o di acquisto e prezzo di rimborso o di vendita), il trattamento tributario viene praticamente assimilato agli interessi. In realtà nel caso di acquisti o vendite nel corso della vita del titolo, bisognerebbe scorporare, a fini fiscali, l'elemento di guadagno o perdita di capitale dagli interessi (dati dal rateo della differenza tra il valore medio di rimborso e il prezzo di acquisto).

conto economico delle aziende, cioè dalle relazioni tra i vari tipi di ricavi ( $R_T, R_V, R_E$ ) e tra questi e i costi generali ( $I_p$ )<sup>(34)</sup>. In particolare, affinché la (10)  $> 1$  è necessario che:

$$I_p < \frac{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}{0,9 (R_T + R_V + R_E)}$$

Se si pone  $R_E \approx 0,9 R_E$  si può semplificare la condizione:

$$0,9 I_p < (R_T + R_V + R_E)$$

Per le aziende non in perdita i costi generali sono minori del totale dei ricavi e, quindi, normalmente il rendimento di mercato delle attività tassate deve essere superiore a quello delle attività esenti per consentire il livellamento dei rendimenti netti. Sono, tuttavia, ipotizzabili "casi-limite" di persone giuridiche che presentano conti economici in perdita (o anche, in taluni casi, in prossimità del pareggio)<sup>(35)</sup> che

---

<sup>(34)</sup> I "casi-limite" possono non modificare le convenienze relative, a causa dell'esistenza del riporto delle perdite agli esercizi successivi, "ma non oltre il quinto" (art. 17 del D.P.R. n. 598 del 1973).

<sup>(35)</sup> Può essere interessante porre in rilievo che lo "scarto" tra i rendimenti delle varie attività non corrisponde alle differenze tra le aliquote marginali sui vari ricavi (date dalle formule (3), (4), (5)). Così, ad esempio, se si suppone  $R_T = 600$ ,  $R_E = 400$ ,  $R_V = 0$ ,  $I_p = 700$ ,  $t = 0,3625$ , si ha:

$$\frac{d R_T}{d R_E} = 17,6 \%$$

ossia i rendimenti netti si livellano per un valore del rendimento "lordo" delle attività tassate superiore del 17,6 per cento rispetto a quello di mercato delle attività esenti. Le aliquote marginali su  $R_T$  e  $R_E$  sono rispettivamente pari al 26,34 per cento e al 14,87 per cento e la differenza tra le due aliquote risulta pari all'11,47 per cento.

rendono più conveniente l'acquisizione di ricavi tassati a parità di rendimento lordo ottenibile con i ricavi esenti. Si consideri, ad esempio, un'azienda con la seguente struttura:  $R_T = 500$ ;  $R_R = 500$ ;  $R_V = 0$ ;  $I_p = 1003$ . La (10) è in questo caso pari all'unità e, se l'azienda non avesse altri costi, ossia  $AC = 0$ , il livellamento di rendimenti netti sarebbe realizzato con rendimenti lordi delle attività tassate e di quelle esenti della stessa misura; questo risultato è connesso con un conto economico in prossimità del pareggio, e con ricavi ripartiti in parti eguali tra quelli esenti e quelli tassati (<sup>36</sup>).

Se la domanda di attività finanziarie provenisse solamente dalle persone giuridiche, l'effetto della tassazione non sarebbe tale da impedire la formazione di una struttura di rendimenti di equilibrio, almeno nelle ipotesi semplificatrici qui assunte. Il livellamento dei rendimenti netti delle attività tassate e di quelli esenti potrebbe essere raggiunto sia in presenza di un'unica struttura dei conti economici per tutte le persone giuridiche (o di una sola persona giuridica acquirente) sia con strutture differenziate vincolate però dalla realizzazione di un stesso valore della (10) (nel caso più semplice in cui  $R_V = d R_V = 0$ ). Se si introducono tutte le usuali ipotesi sul grado di "concorrenza" dei mercati, questo equilibrio dovrebbe, inoltre, essere stabile, poichè l'allontanamento da tale posizione spingerebbe, in assenza di altri ostacoli, le persone giuridiche a ritornarvi, perchè solo in tale situazione potrebbe

---

(<sup>36</sup>) Lo stesso risultato si raggiunge considerando  $R_T = 400$ ;  $R_E = 600$ ;  $R_V = 0$ ;  $I_p = 982$ . Se anche in questo caso si ipotizza  $AC = 0$ , pur presentando il conto economico un leggero utile, la (10) è pari all'unità, con una diversa ripartizione dei ricavi.

essere massimizzato il contributo delle attività finanziarie "non rischiose" alla formazione del profitto netto.

In termini di "incidenza" del tributo, è interessante osservare che in queste ipotesi il "peso" dell'imposizione marginale spettante al Fisco dovrebbe normalmente ripartirsi tra chi percepisce e chi corrisponde gli interessi (<sup>37</sup>).

Per analizzare compiutamente l'influenza della tassazione sullo equilibrio del mercato creditizio è però necessario introdurre la simultanea presenza di investitori-persone fisiche e investitori-persone giuridiche.

---

(<sup>37</sup>) Si consideri questi esempi:  $R_V = 0$  e la (10) sia pari a 1,10, ossia il rendimento di equilibrio delle attività tassate sia del 10 per cento superiore a quello delle attività esenti. Questo "scarto" tra i rendimenti di mercato è compatibile, tra le altre, con una struttura dei conti delle persone giuridiche che comporta un'aliquota marginale dei ricavi esenti del 20 per cento e dei ricavi tassati del 34,6 per cento. Di conseguenza, mentre i debitori corrispondono, ad esempio, sui due tipi di attività finanziaria, 210 lire (110 + 100) di interessi, i percettori ricevono 152 lire (80 + 72) e il Fisco preleva la differenza (attraverso le imposte sul reddito di impresa), 58 lire. Ora si può immaginare che nell'ipotesi alternativa di assenza di tassazione il livellamento dei rendimenti consentirebbe, ceteris paribus, di corrispondere interessi per 200 lire (i debitori avrebbero un "risparmio" di 10 lire) e di percepirne per lo stesso ammontare (i creditori vedrebbero aumentare gli interessi percepiti di 48 lire). Si tratta, ovviamente, di un caso estremamente semplificato che ha il solo scopo di chiarire con un esempio la possibilità, indicata nel testo, di una ripartizione dell'onere tributario tra il debitore e il creditore.

4 - Tassazione delle attività finanziarie ed equilibrio del mercato del credito

Poichè la domanda di attività finanziarie è assicurata sia dalle persone fisiche sia dalle persone giuridiche, l'analisi degli effetti della tassazione sull'equilibrio del mercato del credito richiede il simultaneo soddisfacimento delle condizioni che si ricavano dall'analisi condotta nelle pagine precedenti. Introducendo, come spesso si fa, l'ipotesi di mercati in cui vi sia "perfetta" informazione e nei quali i soggetti ripartiscono l'impiego in attività finanziarie "non rischiose" in modo da massimizzare il contributo dei ricavi derivanti dal loro possesso al guadagno netto, gli investitori cercheranno di livellarne i rendimenti netti. Per semplicità si continua ad assumere, in questo paragrafo, che il rendimento delle attività finanziarie sia conseguito solamente attraverso la riscossione di interessi e non anche mediante plus- o minusvalenze.

Il livellamento dei rendimenti netti implica il simultaneo soddisfacimento delle seguenti condizioni

a) per le persone fisiche :

$$(13) \quad dR_E = (1 - t_1) dR_{T_1} = (1 - t_2) dR_{T_2} = dR_V$$

b) per le persone giuridiche :

$$(14) \quad \left[ 1 - t_3 \frac{0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p \right] dR_E = \left[ (1 - t_3) + t_3 \frac{0,9 R_E + 0,5 R_V}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p \right] dR_T =$$

$$= \left[ (1 - 0,5 t_{IRPEG}) + t_3 \frac{0,45 R_E - 0,5 R_T}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} I_p \right] dR_V \quad (38)$$

(<sup>38</sup>) Queste eguaglianze sono ricavate dalle (6), (7), (8).

in cui

- a)  $t_1$  è l'aliquota della ritenuta "secca" sugli interessi di parte delle attività "tassate" possedute dalle persone fisiche (ad esempio: titoli emessi dagli istituti di credito speciale);
- b)  $t_2$  è l'aliquota della ritenuta "secca" sugli interessi dell'altra parte delle attività tassate possedute dalle persone fisiche (ad esempio: depositi bancari e postali, titoli emessi da imprese private) <sup>39</sup>);
- c)  $t_3$  è l'aliquota dell'imposizione diretta sul reddito delle persone giuridiche, risultante dalla combinazione dell'IRPEG e dell'ILOR (nel paragrafo precedente era stata indicata con  $t$ );
- d)  $R_T$  è composto dagli interessi delle stesse attività che danno luogo a  $R_{T_1}$  e  $R_{T_2}$ .

Per le ragioni dette in precedenza gli effetti della ritenuta "d'acconto" (vigente per le persone giuridiche) vengono, in prima approssimazione, trascurati.

Per individuare l'influenza della tassazione sull'esistenza dell'equilibrio, è opportuno iniziare ipotizzando  $t_1 = t_2$ , ossia un'unica aliquota della ritenuta per le persone fisiche. In questo caso, affinché e sista uno "scarto" tra i rendimenti di mercato delle varie attività che consenta la massimizzazione del guadagno netto tanto alle persone fisiche quanto alle persone giuridiche, sulla base della (13) e della (14) si ot-

---

<sup>39</sup>) Attualmente, come risulta dalla tabella 1,  $t_1 = 0,10$  e  $t_2 = 0,20$ .

tengono le tre seguenti condizioni (<sup>40</sup>)

$$(I) \frac{t_3 - t_1}{t_3} \cong \frac{0,9 I_p \left[ (1 - t_1)(R_T + 0,5 R_V) + R_E \right] + 0,5 I_p R_V}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}$$

che assicura il livellamento tra il rendimento netto dell'attività tassata e quello dell'attività esente :

$$(II) \frac{t_{IRPEG}}{t_3} = \frac{I_p (0,8 R_T + 0,9 R_V + 0,9 R_E)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}$$

che consente il livellamento del rendimento netto dell'attività esente con quello dei titoli "vecchi";

$$(III) \frac{t_3 - t_1 - 0,5 t_{IRPEG} (1 - t_1)}{t_3} = \frac{0,5 I_p \left[ (1 - t_1) R_T - (1 + t_1) 0,9 R_E + R_V \right]}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2}$$

---

(<sup>40</sup>) Si eguagliano membro a membro le equazioni (13) e (14) che indicano il livellamento tra i guadagni netti sulle varie attività rispettivamente per le persone fisiche e per quelle giuridiche, e si dividono membro a membro le espressioni ottenute. Così, la (I) deriva dal simultaneo soddisfacimento della (13) e della (14) nell'ipotesi in cui  $t_1 = t_2$  ed  $R_{T1} = R_{T2} = R_T$ .

Infatti dal rapporto tra

$$d R_E = (1 - t_1) d R_T$$

e

$$\left[ 1 - t_3 - I_p \frac{0,9 (R_T + 0,5 R_V)}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} \right] d R_E = \left[ (1 - t_3) + t_3 I_p \frac{0,9 R_E + 0,5 R_V}{(R_T + R_V + 0,9 R_E)^2} \right] d R_T$$

si ottiene la (I).

che garantisce l'uguaglianza a margine tra il rendimento netto dell'attività tassata e quello dei titoli "vecchi".

Supponiamo, in prima approssimazione, che esistano solo ricavi esenti e ricavi tassati ( $R_V = 0$ ) <sup>41</sup> e manteniamo ancora l'ipotesi di una sola misura ( $t_1$ ) della ritenuta per la persone fisiche; in questo caso esiste una sola condizione di equilibrio (che corrisponde alla (I) con  $R_V = 0$ )

$$\frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{0,9 I_p [(1 - t_1) R_T + R_E]}{(R_T + 0,9 R_E)^2} \quad (I')$$

In questa situazione l'equilibrio è in linea di principio possibile oltre che nel caso in cui le persone giuridiche presenti sul mercato abbiano una medesima struttura del conto economico, anche con strutture dei conti economici opportunamente differenziate. Viene così ribadita l'importanza, già rilevata in precedenza, della struttura dei conti economici delle persone giuridiche nella determinazione degli effetti di questo tipo di tassazione. Volendo esemplificare, si considerino le aliquote attuali,  $t_1 = 0,10$ ,  $t_3 = 0,3625$ , in questo caso la (I') è soddisfatta con :

- a)  $R_T = 600$ ,  $R_E = 300$ ,  $I_p = 725$ ;
- b)  $R_T = 500$ ,  $R_E = 400$ ,  $I_p = 700$ ;
- c)  $R_T = 450$ ,  $R_E = 450$ ,  $I_p = 658$ ;

ecc.

---

<sup>41</sup> ( ) Incidentalmente questa è la situazione cui si tende, a causa del progressivo esaurimento dei titoli obbligazionari emessi prima del 1<sup>o</sup>/1/1974.

Se, sempre per esemplificare, si ipotizza l'esistenza di due attività, una esente e una tassata, che danno luogo a rendimenti di mercato rispettivamente del 10 per cento e dell'11,11 per cento, e che i corrispondenti ricavi (assicurati solo da interessi) siano 100 e 111,11, le persone fisiche livellano i rendimenti assicurandosi un guadagno netto in entrambi i casi pari a 100. Le persone giuridiche riescono a eguagliare i profitti netti a margine con gli stessi rendimenti di mercato se la struttura dei loro conti economici è tale da soddisfare la (I'). Così, ad esempio, se  $R_T = 600$ ,  $R_E = 300$  e  $I_p = 725$ , una persona giuridica <sup>(42)</sup> otterrà su entrambe le attività un profitto netto marginale di 81,2 <sup>(43)</sup>. Il livellamento per i due soggetti avviene in questo caso con capitalizzazione dell'imposta dovuta dalle persone fisiche, mentre per la persona giuridica considerata la tassazione inciderà marginalmente sia sul ricavo esente (per il 18,8 per cento) sia su quello tassato (per il 26,8 per cento); con riferimento a questo tipo di contribuente, il "guadagno" marginale derivante al Fisco dall'acquisto del ricavo esente sarà di 18,8 lire, interamente a carico del percettore degli interessi persona giuridica, mentre dall'investimento nel ricavo tassato lo Stato otterrà 29,8 lire, delle quali 11 incideranno chi corrisponde gli interes-

---

<sup>(42)</sup> Questi risultati si ottengono utilizzando la (6) e la (7) con  $R_V=0$ .

Infatti con l'indicata struttura del conto economico, in questo caso:

$$\frac{dPn}{dR_T} = \frac{dPn}{dR_E} = 81,2.$$

<sup>(43)</sup> Senza tenere conto della ritenuta d'acconto sui ricavi tassati, che comporta, come si è detto, un onere finanziario derivante dallo anticipo del tributo.

si e 18,8 lire chi li percepisce. Questo esempio illustra una peculiarità del tipo di tassazione qui considerato: in certe ipotesi, l'equilibrio del mercato comporta la capitalizzazione del tributo per i possessori-persone fisiche e l'incidenza, anche se normalmente non completa, del tributo sui profitti delle persone giuridiche che percepiscono gli interessi. Questo risultato non cambia sostanzialmente se si considerano più persone giuridiche purchè tutte con strutture dei conti economici compatibili con il soddisfacimento della condizione (I').

Abbandonando ora l'ipotesi  $R_V = 0$ , si può dimostrare che l'esistenza di un'unica struttura dei conti economici delle aziende che ricevono gli interessi renderebbe impossibile l'equilibrio del mercato con presenza simultanea di persone fisiche e di persone giuridiche. Riprendendo l'esempio numerico, ponendo  $R_T = 500$ ,  $R_E = 300$ ,  $R_V = 200$ , con le aliquote del tributo pari a  $t_1 = 0,10$ ,  $t_3 = 0,3625$ ,  $t_{IRPEG} = 0,25$ , il soddisfacimento della (I) richiede  $I_p = 796$ , quello della (II)  $I_p = 763$  e quello della (III)  $I_p = 822$ . L'equilibrio è, invece, possibile se si tiene conto dell'esistenza di una pluralità di strutture dei conti economici che, come nel caso precedente, possono rendere compatibili il livellamento dei rendimenti netti per le persone fisiche con quello per le persone giuridiche, dando di nuovo luogo all'ammortamento del tributo per le prime e alla sua incidenza, almeno parziale, sui profitti delle seconde.

L'equilibrio del mercato sarebbe possibile se la ritenuta ("secca") per le persone fisiche fosse unica; nella realtà, invece, accanto a  $t_1 = 0,10$ , esiste attualmente nel nostro Paese  $t_2 = 0,20$ . In questo caso, anche ricorrendo all'ipotesi semplificata di assenza di titoli "vecchi" ( $R_V = dR_V = 0$ ), si determinano dalla (I) le seguenti

condizioni di equilibrio :

$$(I'') \frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{0,9 I_p \left[ (1 - t_1) R_T + R_E \right]}{(R_T + 0,9 R_E)^2}$$

$$(II'') \frac{t_3 - t_2}{t_3} = \frac{0,9 I_p \left[ (1 - t_2) R_T + R_E \right]}{(R_T + 0,9 R_E)^2}$$

e, di conseguenza :

$$(III'') t_1 = t_2$$

Avendo posto  $t_1 \neq t_2$ , la (III'') non è evidentemente soddisfatta e l'equilibrio risulta impossibile. A prescindere, quindi, dalle altre considerazioni circa i conti economici delle aziende, una struttura degli "scarti" tra i rendimenti delle varie attività finanziarie (in funzione della tassazione) che siano simultaneamente egualmente convenienti a margine per le persone fisiche e per quelle giuridiche è resa impossibile dall'esistenza di una ritenuta differenziata dell'imposta sugli interessi percepiti dalle persone fisiche.

In altre parole, nelle ipotesi formulate, i vari investitori a vrebbero convenienza a modificare continuamente la composizione del loro portafoglio di attività "a reddito fisso"; se, ad esempio, si considera una posizione iniziale in cui gli "scarti" tra attività tassate ed attività esenti, di equilibrio per le persone giuridiche, sono invece tali da rendere conveniente alle persone fisiche un movimento verso i titoli tassati, i prezzi di questi aumenteranno, quelli dei titoli esenti si ridurranno, per esempio, fino ad essere di equilibrio per le persone fisiche.

A questo punto, però, le persone giuridiche troveranno convenienza a trasferirsi verso i titoli esenti modificando di nuovo gli "scarti" e così via, in una sorta di "moto perpetuo". Naturalmente si tratta di un'esemplificazione e si possono immaginare altre situazioni, che non modificherebbero però la sostanza di questa instabilità.

La realtà, ovviamente, si discosta da questo quadro, poichè le caratteristiche individuate coesistono con altri aspetti; in particolare nel nostro Paese la fissazione dei prezzi del mercato del credito è influenzata dall'esistenza di vincoli amministrativi all'attivo dei bilanci delle aziende di credito, che ne può limitare la possibilità di operare gli arbitraggi tendenti al livellamento dei rendimenti netti e, quindi, impedire che i prezzi di certi titoli si muovano con l'ampiezza desiderata. Inoltre, il differenziale di costo, rispetto ad altre fonti di finanziamento, causato dalla tassazione può limitare la varietà dell'offerta di attività finanziarie, impedendo che alcune di esse vengano emesse (è praticamente il caso dei titoli obbligazionari delle imprese private soggetti alla ritenuta del 20 per cento sugli interessi), riducendo, anche per questa via, la portata degli arbitraggi possibili.

5 - La convenienza relativa all'acquisizione di attività finanziarie sottoposte a diverso regime impositivo negli anni successivi alla riforma tributaria

Nelle pagine precedenti è stato delineato uno schema di analisi della struttura dei tassi di interesse secondo la tassazione vigente nel nostro Paese che, come si è visto, prende in considerazione sostanzialmente: a) le aliquote dell'imposta sostitutiva sugli interessi (persone fisiche) e della tassazione sul reddito delle società (persone giuridiche); b) la struttura dei conti economici delle persone giuridiche. In questo paragrafo si considera l'evoluzione del "peso" della tassazione nel corso del periodo successivo all'entrata in vigore della riforma tributaria, mentre il paragrafo successivo verrà dedicato all'esame dell'andamento dei rendimenti di mercato delle attività finanziarie sottoposte a diversi regimi impositivi e a qualche considerazione sull'equilibrio del mercato del credito. Come si è detto, il prelievo tributario sui proventi delle attività finanziarie è una funzione (per gli investitori - persone giuridiche) delle aliquote e della struttura dei loro conti economici; bisogna, quindi, anzitutto ricordare le modifiche apportate alle aliquote nel corso di questi anni. Nella tavola 2 sono riportate quelle applicate agli interessi percepiti dalle persone fisiche (<sup>44</sup>) negli anni 1974 - 1979.

---

(<sup>44</sup>) Come è noto, le stesse aliquote sono prelevate sugli interessi corrisposti alle persone giuridiche, ma come acconto dell'imposizione sul reddito complessivo, eccetto per i titoli "vecchi" che sono esenti dalla ritenuta.

ALIQUOTE % DELL'IMPOSTA SOSTITUTIVA SUGLI INTERESSI DI ATTIVITA' FINANZIARIE <sup>(1)</sup>

Tipi di attività	A N N I					
	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Depositi banca- ri e postali	15	15	15-16 <sup>(2)</sup>	16	18-20 <sup>(3)</sup>	20
Titoli di Stato e assimilati	esenti	esenti	esenti	esenti	esenti	esenti
Obbligazioni e- messe da Istit. Credito Spec.	10	10	10	10	10	10
Obbligaz. emes- se da enti di gest. PP.SS.	20	20	20	20	20	20
Obblig. emesse da impr. private e da altri sog- getti	30	30	20	20	20	20
Titoli emessi prima del 1° gennaio 1974	esenti	esenti	esenti	esenti	esenti	esenti

<sup>(1)</sup> Valgono le stesse semplificazioni adottate nella costruzione della tavola 1.

<sup>(2)</sup> 16 per cento dal marzo 1976.

<sup>(3)</sup> 20 per cento dal luglio 1978.

Parallelamente nella tavola 3 sono sintetizzate le aliquote dell'imposizione sul reddito delle persone giuridiche (per IRPEG e ILOR), in vigore negli stessi anni (le aliquote si riferiscono all'anno di formazione del reddito); nel 1975 l'aliquota dell'IRPEG era stata innalzata, per un solo anno, dal 25 al 35 per cento.

Nelle due tavole la situazione dell'anno 1974 è stata riportata solo per completezza di informazione; in effetti in quell'anno sono stati emessi titoli tassati in quantità irrilevante e le informazioni disponibili sui loro rendimenti, come si vedrà più avanti, sono del tutto insufficienti. Anche per l'anno 1975 non si dispone delle informazioni ricavabili dal campione di titoli della Banca d'Italia, che copre il periodo successivo, ma l'"anomalia" dell'aliquota della tassazione delle persone giuridiche (49,7 per cento) ha reso ugualmente interessante la individuazione degli effetti del "peso" della tassazione sulla convenienza ad investire da parte delle aziende di credito.

Non c'è molto da aggiungere circa le convenienze degli investitori - persone fisiche, mentre per gli investitori - persone giuridiche bisognerebbe ricostruire i conti economici di ogni persona giuridica presente sul mercato del credito, ma data l'evidente impossibilità di effetuare questa operazione, si è fatto ricorso ad informazioni sintetiche sui conti economici dei vari tipi di aziende di credito (<sup>45</sup>) che riassumono i dati. Sono stati così ricostruiti indicatori (esposti nella tavola 4), sia pure approssimativi e validi per la media delle aziende di ogni gruppo considerato, degli effetti della tassazione sulla convenienza delle banche ad acquisire i vari tipi di ricavi.

---

<sup>45</sup> ( ) Sono stati esclusi i dati sulle Casse Rurali ed Artigiane e quelli sugli Istituti Centrali di Categoria.

ALIQUOTE % DELLA TASSAZIONE DEL REDDITO DELLE PERSONE GIURIDICHE (1)

	A N N I							
	1 9 7 4	1 9 7 5	1 9 7 6	1 9 7 7	1 9 7 8	1 9 7 9	1 9 7 8	1 9 7 9
IRPEG	25	35	25	25	25	25	25	25
ILOR (2)	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	15	15
TOTALE	39,7	49,7	39,7	39,7	39,7	39,7	36,25	36,25

(1) Vengono trascurate le aliquote ridotte, in vigore negli anni 1974-76 a favore delle società finanziarie, e quelle previste dalle leggi sul Mezzogiorno. Dal 1974 al 1977, l'aliquota totale risulta dalla somma di quelle dell'IRPEG e dell'ILOR (secondo l'ipotesi semplificatrice di identità della definizione della base imponibile dei due tributi, a parte il trattamento degli interessi), mentre dal 1978, essendo l'ILOR deducibile dall'imponibile IRPEG, l'aliquota totale è inferiore, come ricordato più indietro, alla somma delle due aliquote.

(2) Per gli anni 1974-1977 l'aliquota dell'ILOR era differenziata territorialmente: si è qui considerata l'aliquota massima allora applicabile. Dal 1978 è stata unificata al 15 per cento.

## INDICATORI RICAVATI DAI CONTI ECONOMICI DELLE AZIENDE DI CREDITO

Indicatori	Totale Aziende di credito (escluse CRA)				Banche d'interesse nazionale				Istituti di credito di diritto pubblico				Casse di Risparmio			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978	1976	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
	$\alpha$ %	89,9	91,6	88,4	85,1	84,0	91,2	87,6	89,5	90,0	96,1	87,3	84,1	85,7	88,5	85,6
$\frac{dR_T}{dR_E}$ %	19,9	16,2	18,6	13,5	19,9	14,1	15,8	13,2	18,6	16,1	14,8	13,4	22,2	17,8	15,2	14,1
$\frac{dR_T}{dR_V}$ %	23,5	17,4	18,7	13,2	23,5	16,2	17,1	14,1	22,9	17,3	16,6	14,4	24,3	18,3	16,7	11,9
$\frac{dR_V}{dR_E}$ %	-3,0	-1,0	-1,3	0,3	-3,0	-1,9	-1,1	0,9	-3,6	-1,1	-1,5	0,2	-1,7	-0,4	-1,1	0,5
$\frac{\Delta R_T}{\Delta R_V}$ %	45,8	37,0	36,2	31,9	43,6	36,7	35,7	33,2	45,8	37,2	35,5	31,5	44,4	36,1	35,0	31,1
$\frac{\Delta R_T}{\Delta T}$ %	35,0	26,7	24,3	22,6	32,0	27,8	25,5	23,1	35,7	27,1	26,0	22,5	32,0	24,8	27,9	21,4
$\frac{\Delta R_E}{\Delta T}$ %	33,0	26,0	24,2	22,9	30,5	26,4	24,6	23,8	33,4	26,3	24,8	22,6	30,9	24,5	24,1	21,8

Legenda:

 $\alpha$  = coefficiente di deducibilità delle spese generali

 $\frac{dR_T}{dR_E}$  % = scarto percentuale tra ricavi tassati e ricavi esenti richiesto per il venire a loro effetto sul profitto netto

 $\frac{dR_T}{dR_V}$  % = idem tra ricavi tassati e ricavi vecchi

 $\frac{dR_V}{dR_E}$  % = idem tra ricavi "vecchi" e ricavi esenti

$\frac{\Delta T}{\Delta R_T}, \frac{\Delta T}{\Delta R_E}, \frac{\Delta T}{\Delta R_V}$  rappresentano rispettivamente le aliquote marginali di imposta sui ricavi tassati, sui ricavi esenti e sugli interessi dei titoli emessi prima del 1°/1/1974.

(1) Il segno meno viene usato per indicare uno scarto percentuale a favore dei ricavi esenti.

Si può notare come il coefficiente di detraibilità ( $\alpha$ ) vari sia nel tempo sia tra i vari tipi di aziende di credito senza scendere, per le categorie qui considerate, al di sotto dell'82 per cento (Casse di risparmio nel 1978) e solamente nel 1976 (per gli istituti di credito di diritto pubblico) sale sensibilmente al di sopra del 90 per cento (96,1 per cento). Questi valori riflettono, ovviamente, la composizione dei ricavi (tra ricavi esenti, tassati e "vecchi"). Circa gli "scarti" percentuali tra i ricavi tassati e quelli esenti e "vecchi" ( $\frac{dR_T}{dR_E}$ ,  $\frac{dR_T}{dR_V}$ ) richiesti per livellarne il contributo marginale al profitto netto, essi variano, negli anni 1976 - 1978, tra il 12 e il 19 per cento.

Risulta, inoltre, dalla tavola 4 che le aliquote marginali della tassazione sui ricavi "vecchi" non differiscono di molto da quelle che incidono i ricavi esenti; ciò è dovuto evidentemente al fatto che l'inclusione del 50 per cento di  $R_V$  nel reddito imponibile ai fini IRPEG e nel numeratore della frazione  $\alpha$ , che regola la deducibilità delle spese ai fini tributari, pressochè compensa l'esenzione di  $R_E$  dall'IRPEG e la sua esclusione dal numeratore di  $\alpha$ . A parte il 1975, anno anomalo perchè l'aliquota dell'IRPEG era stata innalzata di 10 punti, l'aliquota marginale sui ricavi tassati varia tra il 31 e il 37 per cento, mentre quelle sui ricavi esenti e su quelli "vecchi" oscillano tra il 21 e il 28 per cento. Tra il 1977 e il 1978 lo "scarto" richiesto per livellare i vari tipi di ricavi si abbassa; questo risultato è attribuibile principalmente alla riduzione delle aliquote della tassazione del reddito di impresa (vedi tavola 3).

Infine è importante ricordare che gli "scarti" percentuali

richiesti per livellare i rendimenti netti a margine delle varie attività finanziarie ( $dR_T/dR_E$ , ecc.), indicati nella tavola 4, si riferiscono ai vari tipi di ricavi e sono applicabili ai rendimenti di mercato delle varie attività solo nell'ipotesi in cui questi siano assicurati per intero attraverso il conseguimento di interessi (come avviene, ad esempio, per i depositi) e non anche mediante la realizzazione di plusvalenze. Poichè le plusvalenze (o, al contrario, le minusvalenze) sono sottoposte allo stesso regime dei proventi tassati ( $R_T$ ) anche se realizzate sui titoli esenti e "vecchi", lo "scarto" in realtà richiesto per livellare i rendimenti è minore <sup>(46)</sup> come viene del resto confermato dall'osservazione dei dati rilevati sul mercato, considerati nel prossimo paragrafo.

---

(<sup>46</sup>) Come si può notare dai conti economici delle aziende di credito, le plusvalenze sui titoli superano di gran lunga le minusvalenze, in tutti gli anni considerati.

6 - La struttura dei rendimenti delle attività finanziarie in relazione al "peso" della tassazione, nel periodo 1976 - 79.

In Italia i mercati creditizi sono caratterizzati, come si è detto, dalla presenza simultanea di investitori sottoposti a diverso regime tributario; tuttavia, esiste un mercato nel quale è possibile, per ragioni tecniche, la sola presenza delle persone giuridiche: si tratta del mercato dei depositi interbancari. Se si suppone, come sembra plausibile, che per le banche si ponga la scelta di impiego di una parte della liquidità tra i BOT e il deposito sui conti interbancari, lo scarto tra i rendimenti sulle due attività (a parità di scadenza) dovrebbe riflettere pressochè esclusivamente gli effetti del differente trattamento tributario degli interessi. Inoltre sia per i depositi sia per i BOT (<sup>47</sup>) il rendimento è realizzato nella forma degli interessi e, quindi, non è necessario tenere conto del trattamento delle plusvalenze. Non si dispone di serie complete e sufficientemente lunghe dei tassi dello interbancario; sono state però raccolte alcune informazioni per il periodo più recente (dicembre 1978 - giugno 1979) sui tassi corrisposti sui depositi interbancari (a uno e a due mesi) e sui rendimenti dei BOT con pari scadenza. I dati raccolti mostrano :

media lira interbancaria a un mese : 11,20 per cento

media lira interbancaria a due mesi: 11,36 per cento

media BOT con scadenza a un mese : 10,59 per cento

media BOT con scadenza a due mesi : 10,42 per cento.

---

(<sup>47</sup>) Nella pratica sono irrilevanti i casi di plusvalenze realizzate sui BOT, anche se in linea di principio, come si è già detto più indietro, non è esclusa la possibilità di separare nel rendimento dei BOT la quota interessi da quella, eventuale, di plus- o minus- valenza.

Quindi lo scarto tra i rendimenti risulta pari rispettivamente a :

per attività a un mese : 5,8 per cento

per attività a due mesi: 9,0 per cento.

Non si conoscono i conti economici delle aziende di credito per il 1979 cui, sostanzialmente, queste scarse rilevazioni si riferiscono, ma possiamo confrontare questi scarti con quelli riportati per il 1978 nella tavola 4. Come si vede  $dR_T/dR_E$  è pari, sulla base della media dei conti dell'intero sistema bancario, a 13,50 per cento. Date le approssimazioni dei dati, lo scarto effettivo non è molto lontano da quello "teorico" per l'attività a due mesi, mentre molto minore è quello a un mese. In effetti bisogna, anzitutto, ricordare che le informazioni della tavola 4 sono ricavate da dati medi dei conti economici delle aziende di credito e che, inoltre, come si è detto, le rilevazioni dei rendimenti non si possono considerare pienamente soddisfacenti.

In ogni caso sembra interessante osservare che lo "scarto" di mercato è comunque lontano dalla ritenuta applicata, a titolo di acconto, sugli interessi dei depositi (attualmente 20 per cento). La differenza dell'aliquota marginale sugli interessi dei depositi rispetto a quella sui proventi dell'investimento in BOT risulta (tavola 4) nel 1978 pari a circa 9 punti per l'intero sistema, a 10 per le BIN, a 9 per gli Istituti di Credito di Diritto Pubblico e 9,7 per le Casse di Risparmio. E' interessante osservare che l'esistenza della ritenuta d'acconto sugli interessi corrisposti sui conti correnti interbancari ha contribuito in misura preponderante alla formazione di crediti di imposta a favore delle aziende di credito per migliaia di miliardi. La ritenuta d'acconto concorre, infatti, alla definizione del debito complessivo di imposta

da versare al Fisco; se l'aliquota della ritenuta sui ricavi costituiti dagli interessi conseguiti sui conti interbancari (attualmente 20 per cento) è superiore all'aliquota media complessiva di tassazione dei profitti, il suo ammontare riduce l'entità del versamento a conguaglio. Ora, per le aziende i cui ricavi siano formati in misura notevole da interessi di depositi (come le banche che versano sull'interbancario) e da ricavi esenti (investimenti in titoli pubblici, ecc.), normalmente il debito complessivo di imposta è inferiore all'entità delle ritenute e, di conseguenza, se questa situazione si protrae nel tempo (<sup>48</sup>), si alimenta l'accumulazione di crediti d'imposta (<sup>49</sup>). Non sono disponibili al momento informazioni soddisfacenti sulle aliquote medie di tassazione del reddito delle banche (bisogna attendere che siano completate le elaborazioni dei dati delle dichiarazioni IRPEG - ILOR), ma l'entità dei crediti accumulati, lo "scarto" osservato sul mercato e gli stessi "scarti" risultanti dalla tavola 4 indicano che l'entità della ritenuta d'acconto è, per le aziende di credito che depositano in misura notevole i loro fondi sull'interbancario, eccessiva rispetto alla imposta effettivamente dovuta; il mercato sembra valutare, secondo i dati disponibili, il differenziale marginale della tassazione degli interessi interbancari, rispetto ai ricavi esenti, in non più del 9 - 10 per cento.

---

(<sup>48</sup>) Se, invece, il credito sorge solo eccezionalmente, può essere conguagliato nel debito di imposta degli anni successivi.

(<sup>49</sup>) I crediti di imposta IRPEG si accumulano anche perchè essi non sono detraibili dall'ILOR nè nello stesso anno di formazione nè in quelli successivi, sicchè anche nei casi in cui l'ILOR è positiva, il credito non può essere fatto valere nell'autoliquidazione dei tributi.

Per quanto concerne più in generale il mercato finanziario, si può ricorrere, anzitutto, al campione di obbligazioni rilevato dalla Banca d'Italia: dal 1976 il Bollettino del Servizio Studi dell'Istituto <sup>50</sup>) pubblica i rendimenti di un gruppo di titoli (esenti, tassati e "vecchi"). Dal settembre 1976 sono disponibili anche informazioni che consentono di separare il rendimento dei titoli tassati da un complesso di titoli esenti o "vecchi" che presentano la stessa cedola percentuale <sup>51</sup>): si tratta di sotto-campioni al 7, 8, 9, 10 e, dal 1979, al 12 per cento. La significatività di questi sotto-campioni deve ritenersi molto limitata, date le loro caratteristiche, e ciò è specialmente vero per quelli con cedola al 7, al 10 e al 12 per cento <sup>52</sup>). Di conseguenza, in prima approssimazione, sono stati confrontati i rendimenti dei sotto-campioni all'8 e al 9 per cento dai quali, pur valendo le limitazioni evidenziate nella nota <sup>52</sup>), si può trarre qualche utile indicazione. Nella tavola 5 sono riportati gli "scarti" percentuali medi trimestrali tra i rendimenti dei titoli tassati e di quelli dei ti

---

<sup>50</sup>) Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia, anni 1976-1978 e n. 1 e 3 del 1979. Tav. 55 fino al dicembre 1976, Tav. E8 o E9 successivamente.

<sup>51</sup>) Tav. 57 nel 1976, tav. E10 o E11 successivamente. Nel 1976 il campione comprendeva solo dodici titoli tassati, la cui presenza è però cresciuta fino a raggiungere ventotto titoli nel 1979.

<sup>52</sup>) Per chiarire il senso di questa osservazione si può esaminare la composizione dei sotto-campioni: quello al 12 per cento è rilevato solo dal 1979 e, quindi, qualsiasi confronto intertemporale è per ora impossibile. Quanto agli altri si consideri la seguente tabella, che contiene informazioni riguardanti il mese iniziale e quello finale del periodo per il quale i dati sono disponibili

toli esenti (o "vecchi"), rilevati su detti sotto-campioni (<sup>53</sup>). Si vede che gli "scarti" percentuali diminuiscono tra il 1977 e il 1978, in armonia con l'andamento del "peso" della tassazione sui conti economi-

./.. nota (<sup>52</sup>)

	Cedola 7 %		Cedola 8 %		Cedola 9 %		Cedola 10%	
	sett. '76	sett. '79						
n. titoli tassati	3	3	6	6	2	6	1	10
n. titoli esenti e "vecchi"	56	56	1	1	1	1	4	13
debito residuo titoli tassati (miliardi di lire)	165	153	1.895	1.594	312	484	500	1.508
debito residuo titoli esenti e "vecchi" (miliardi di lire)	9.311	8.021	60	41	120	110	1.394	2.211

Bisogna aggiungere che i tre titoli tassati al 7 per cento sono, in realtà, tre cartelle fondiarie (emesse prima dell'abolizione di questo titolo), le cui caratteristiche sono così differenti da quelle delle altre obbligazioni al 7 per cento da rendere del tutto privo di significato il confronto dei rendimenti, ai fini di questo lavoro. Quelli al 10 per cento sono stati emessi in numero significativo solo nel periodo più recente e, quindi, non consentono di costruire una serie che presenti sufficienti caratteristiche di omogeneità su tutto il periodo considerato. Più in generale si deve ricordare che per tutti questi sotto-campioni vale la critica di non-omogeneità (per durata, per emittente, per le relazioni con le manovre di politica monetaria, ecc.) dei titoli presi in considerazione.

(<sup>53</sup>) Si ricordi che, per le obbligazioni possedute da persone giuridiche, la tavola 4 mostra che la differenza tra gli effetti della tassazione degli interessi dei titoli esenti e di quelli "vecchi" non risulta di entità rilevante.

MEDIE TRIMESTRALI E ANNUALI DEGLI SCARTI % TRA I RENDIMENTI DELLE OBBLIGAZIONI  
TASSATE E QUELLI DELLE ALTRE OBBLIGAZIONI

Cedole	1976 IV	1 9 7 7				1 9 7 8				1 9 7 9				
		I	II	III	IV	Anno	I	II	III	I	II	III		
8 %	26,18	21,78	18,36	14,03	11,63	16,45	9,89	8,90	7,06	6,26	8,03	15,97	15,83	10,44
9 %	8,82	13,17	9,07	13,91	12,27	12,10	12,58	8,96	9,22	7,93	9,67	9,63	12,51	11,95

Fonte : Elaborazioni sui dati contenuti nel "Bollettino del Servizio Studi della Banca d'Italia",  
vari anni.

ci delle aziende di credito (tavola 4), a sua volta influenzato principalmente, come si è ricordato, dalla riduzione delle aliquote della tassazione (tavola 3). Più in generale, gli scarti riportati nella tavola 5 sono generalmente inferiori a quelli della tavola 4, come c'era da attendersi trattandosi, per i primi, di relazioni tra rendimenti di attività tassate ed esenti, e, per gli altri, di rapporti tra ricavi tassati ed esenti: come si è già avuto occasione di precisare, la differenza è dovuta al trattamento tributario delle plusvalenze che è identico quali che siano le attività attraverso cui sono state realizzate. In qualche misura i dati della tavola 5 sono anche influenzati dall'esistenza di investitori persone fisiche; valgono, ovviamente, tutte le cautele già ricordate circa i dati contenuti nelle tavole 4 e 5.

I corsi delle obbligazioni incluse nel campione utilizzato per la costruzione della tavola 5 sono stati influenzati, tra l'altro, dall'esistenza del "vincolo di portafoglio. Come si è accennato più indietro, questa ed altre "imperfezioni" del mercato creditizio, contribuiscono alla definizione di una struttura di rendimenti diversa da quella, non di equilibrio, cui conduce l'analisi teorica. L'esistenza del "vincolo di portafoglio" può anche spiegare il diverso comportamento degli "scarti" sui titoli all'8 e al 9 per cento, rilevabile dalla tavola 5. Infatti nella seconda metà del 1976, ossia all'inizio del periodo considerato nella tavola 5, il "vincolo" (<sup>54</sup>) aveva introdotto una preferenza

---

(<sup>54</sup>) Si ricorda che il "vincolo di portafoglio" consiste in un obbligo, imposto alle aziende di credito, di investire in certi titoli una parte del loro attivo, commisurata alla consistenza ovvero alla variazione dei depositi da loro amministrati.

za per i titoli con cedola al 9 per cento, poichè le obbligazioni che le banche erano costrette ad acquistare dovevano avere una cedola minima del 9 per cento, mentre in precedenza si richiedeva l'8 per cento. Inoltre, ai fini di questo lavoro, è interessante osservare che nel reintegro dei titoli in scadenza e già vincolati, bisognava utilizzare obbligazioni con cedola non inferiore a quella dei titoli sostituiti. E' quindi probabile che verso la fine del 1976 i corsi dei titoli all'8 per cento abbiano subito una flessione che ha interessato principalmente quelli degli Istituti di Credito Speciale (inclusi nei titoli "tassati" del sotto-campione), innalzando in maniera "anomala" lo scarto del loro rendimento rispetto a quello del titolo "esente" incluso nello stesso sotto-campione (obbligazioni delle Ferrovie dello Stato); infatti, nel periodo successivo, in cui il "vincolo" operò richiedendo titoli con cedola minima al 10 per cento (dal primo semestre 1977), gli scarti sui titoli all'8 per cento si avvicinano a quelli rilevati sui titoli al 9 per cento (non più privilegiati). Negli anni 1978-79, infine, l'andamento degli scarti risente ancora delle modifiche delle caratteristiche del "vincolo"; infatti alcune obbligazioni incluse nei sottocampioni (quelle, esenti, dell'ENEL e delle Ferrovie) sono state, dal novembre 1978 fino al maggio 1979, escluse dal reintegro dei titoli vincolati in scadenza mentre successivamente (dal giugno 1979) sono di nuovo utilizzabili nel reintegro senza obbligo di cedola "minima". Con tutte le cautele ricordate <sup>(55)</sup> l'esame dei dati

---

<sup>(55)</sup> Cui va aggiunta l'osservazione che i titoli inclusi nei due sottocampioni esaminati sono stati poco trattati in alcuni periodi, per cui i loro prezzi probabilmente non sono pienamente significativi in tutti i trimestri considerati.

della tavola 5 sembra confermare che l'andamento del rapporto tra i ren  
dimenti dei vari tipi di obbligazioni segue l'evoluzione del "peso" del  
la tassazione sui conti economici delle aziende di credito.

Queste considerazioni sono sostanzialmente confermate dall'a-  
nalisi dei dati di un campione di otto obbligazioni IMI appositamente  
costruito: si tratta di due gruppi di titoli con caratteristiche il più  
possibile simili, i cui rendimenti dovrebbero differire principalmente  
per il diverso trattamento tributario degli interessi (<sup>56</sup>); si tratta,  
tra l'altro, di obbligazioni che non sono oggetto direttamente di inter  
venti di sostegno dei corsi da parte della Banca d'Italia. Nella ta-  
vola 6 sono riportati gli scarti tra i rendimenti medi dei due gruppi  
di obbligazioni: come si può notare, lo scarto diminuisce tra il 1977  
e il 1978, mentre a fine 1976 si può rilevare l'effetto della modifica  
del vincolo di portafoglio (rimozione della preferenza per i titoli  
con cedola all'8 per cento, che sono quelli "tassati" in questo campio  
ne). Poichè i titoli IMI sono tra quelli più attivamente trattati sul  
mercato dalle persone giuridiche, i loro scambi danno probabilmente  
luogo in larga misura a plusvalenze, abbassando, ceteris paribus, gli  
scarti richiesti dalle banche per livellare i rendimenti netti su ti-  
toli tassati e "vecchi" (<sup>57</sup>). Come si può notare lo "scarto" tra i due

---

<sup>56</sup>  
(<sup>56</sup>) Sono state considerate 4 obbligazioni IMI "vecchie" con cedola al  
7 per cento (serie 32-34-35-39) e 4 tassate con cedola all'8 (serie 41-  
42-43-45). La vita media residua, al settembre 1979, è per le prime di  
5 anni e 1 mese e per le seconde di 5 anni e 7 mesi.

<sup>57</sup>  
(<sup>57</sup>) Nel campione della tavola 6 non sono compresi titoli esenti. E'  
probabile che l'esatto "peso" della tassazione dei titoli "vecchi" sia  
stato percepito dalle persone giuridiche ancor più difficilmente di quel  
lo dei titoli esenti perchè, come si è detto, pur concorrendo i loro in  
teressi all'imponibile IRPEG (per il 50 per cento del loro ammontare),  
l'aliquota marginale di imposizione risulta, come si è visto, non molto  
differente da quella degli interessi dei titoli esenti.

SCARTI PERCENTUALI TRA I RENDIMENTI DI ALCUNE OBBLIGAZIONI I M I

1976 IV	1 9 7 7				1 9 7 8				1 9 7 9			
	I	II	III	IV	Anno	I	II	III	I	II	III	
	5,44	4,87	6,75	5,26	5,58	4,32	4,54	5,38	5,87	5,03	6,12	4,69

tipi di titoli IMI è tale da non rendere conveniente l'acquisto di obbligazioni tassate da parte delle persone fisiche, anche a prescindere dall'eventuale scostamento dei loro rendimenti rispetto a quelli di altre attività esenti (titoli statali, ecc.).

Gli scarti tra i rendimenti dei vari tipi di obbligazioni indicano che sicuramente l'acquisto di titoli emessi da Istituti di credito speciale, ma probabilmente anche quello di titoli emessi da imprese private (e delle partecipazioni statali), può essere conveniente per le persone giuridiche, benchè per i titoli "privati" può essere rilevante il problema (già considerato in connessione con i depositi interbancari) dell'eccessiva ritenuta d'acconto (attualmente 20 per cento). Tuttavia, la scarsa conoscenza delle convenienze relative dei possibili acquirenti-persone giuridiche, unita all'onerosità del rendimento da offrire alle persone fisiche (30 per cento prima, 20 ora, in più sulla cedola rispetto a quella dei titoli esenti) perchè ne trovino conveniente l'acquisto, ha reso praticamente irrilevante l'entità delle emissioni obbligazionarie delle imprese. Queste, infatti, preferiscono finanziarsi attraverso gli Istituti speciali che, a loro volta, emettono titoli (soggetti a una minore ritenuta) acquistati principalmente dalle aziende di credito, la cui imposizione sul reddito risulta, perciò, particolarmente importante nella determinazione dei corsi delle obbligazioni "tassate".

## 7 - Conclusioni

In questo lavoro sono state considerate alcune caratteristiche del sistema di tassazione dei "frutti" delle attività finanziarie "a reddito fisso" adottato nel nostro Paese, al fine di individuarne gli effetti sui mercati creditizi.

Mentre la tassazione degli interessi percepiti dalle persone fisiche non risulta particolarmente complessa, consistendo in un duplice regime, di esenzione per alcune attività finanziarie e di "cedolare secca" (con aliquote differenziate) per le altre, meno semplici sono le modalità attraverso cui il prelievo tributario opera sui "frutti" del reddito fisso posseduto dalle persone giuridiche (fondamentalmente gli intermediari finanziari). Per questi contribuenti, infatti, la tassazione avviene mediante le variazioni che qualsiasi tipo di ricavo (da attività esente o meno) apporta al reddito imponibile ai fini della IRPEG e dell'ILOR. Da questo punto di vista si è chiarito anzitutto che non esistono, per le persone giuridiche, ricavi che possano considerarsi, strictu sensu, esenti, poichè il debito di imposta non è indipendente dalla presenza di interessi su attività esenti (es. titoli di stato) nel loro conto economico. Inoltre, il rendimento dei vari tipi di attività finanziarie dipende, per le persone giuridiche, dalla struttura del loro conto economico, ossia dalle relazioni tra le varie specie di ricavi ("esenti", tassati) e i costi considerati "generalisti" a fini tributari, a parità di aliquote nominali dell'IRPEG e dell'ILOR. Si è, poi, dimostrato che se si assume che l'investitore persona giuridica tenda a livellare i rendimenti, netti di imposta, delle varie attività finanziarie, lo "scarto" tra i tassi di mercato a tal fine richiesto non ha nessuna connessione con la ritenuta d'acconto operata sugli interessi di alcune

attività, per la natura stessa del meccanismo impositivo.

Qualora la domanda di attività finanziarie fosse assicurata solamente da persone fisiche ovvero da persone giuridiche, l'individuazione degli effetti della tassazione non presenterebbe, almeno a livello teorico, problemi particolarmente rilevanti. Al contrario, la simultanea presenza dei due tipi di investitori rende impossibile l'esistenza di una struttura di rendimenti di equilibrio. Si è dimostrato che la causa fondamentale di questo risultato è l'esistenza di una cedolare "secca" differenziata sugli interessi delle varie attività possedute dalle persone fisiche; in mancanza di questa caratteristica, l'esistenza dell'equilibrio sarebbe assicurata da una struttura dei conti economici delle persone giuridiche-investigatrici compatibile con una differenziazione dei rendimenti di mercato tale da assicurare simultaneamente l'ammortamento del differenziale tributario (sugli interessi da attività esenti e tassate) per le persone fisiche e l'incidenza, almeno parziale, sui percipienti-persone giuridiche del prelievo marginale operato sugli interessi dalle imposte sul reddito di impresa.

Nella realtà operano molti altri meccanismi e le stesse ipotesi concorrenziali su cui l'analisi teorica è basata non trovano pieno riscontro. Tuttavia i dati raccolti, ancorchè parziali e incompleti, consentono di ritenere che la struttura degli scarti tra i rendimenti delle attività tassate e quelli delle attività esenti abbia seguito l'evoluzione del "peso" della tassazione sul reddito delle aziende di credito, come risulta chiaramente qualora l'andamento dei tassi del mercato obbligazionario venga esaminato tenendo conto, in qualche misura, degli effetti di alcune "imperfezioni" del mercato (vincolo di portafoglio,

"pegging"). Questa analisi sembra confermare l'opinione secondo cui il sistema tributario avrebbe contribuito a determinare la segmentazione del possesso obbligazionario, in base alla quale le persone fisiche inseriscono nei loro portafogli solo titoli esenti, mentre le persone giuridiche (principalmente, come si è detto, le banche) acquistano sia titoli esenti sia titoli tassati (emessi quasi esclusivamente dagli Istituti di Credito Speciale).

La complessità del sistema di tassazione del reddito delle aziende di credito deve avere impedito una chiara percezione dei suoi effetti, al tempo dell'introduzione della riforma tributaria, se si decidesse di istituire una ritenuta d'acconto sui depositi interbancari di entità così più elevata dell'aliquota effettiva di tassazione sui relativi interessi da determinare un'accumulazione continua di crediti di imposta da parte del sistema bancario, che pone ora al Fisco il problema della liquidazione di questi crediti, non riassorbibili dai debiti futuri di imposta degli stessi contribuenti.

8 - Bibliografia

ASSONIME, Circolare n. 35 del 4 aprile 1979.

BANCA D'ITALIA, Bollettino del Servizio Studi, vari anni.

T.Q. COOK - P.H. HENDERSHOTT, The Impact of Taxes, Risk and Relative Security Supplies on Interest Rate Differentials, in "Journal of Finance", 1978, pp. 1173 - 1186.

C. COSCIANI, Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa, in "Bancaria", 1974, pp. 381 - 406.

C. COSCIANI, Considerazioni sulla riforma dell'imposta sulle persone giuridiche con riferimento al credito di imposta, in "Bancaria", 1978, pp. 17 - 32.

C. COSCIANI, Istituzioni di Scienza delle Finanze, UTET, Torino, 1977.

G. CRISTINI, I rendimenti delle azioni e l'efficienza della Borsa, in "Contributi alla ricerca economica", n. 8, pp. 113 - 174.

L. EINAUDI, Capitalization and Amortization of Taxes, in "Encyclopedia of Social Sciences", vol. III, New York, 1937, pp. 211 - 213.

L. EINAUDI, Osservazioni critiche intorno alla teoria dell'ammortamento dell'imposta (Saggio II) e Intorno alla metodologia della teoria della capitalizzazione dell'imposta (Saggio III), in "Saggi sul risparmio e l'imposta", Torino, Einaudi, 1958, pp. 161 - 261.

J.A. KEY - M.A. KING, The British Tax System, O.U.P., Oxford, 1978.

G. LA MALFA - R. VALIANI, Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria, in "Moneta e Credito", 1974, pp. 30 - 49.

S. LEPPER, Effects of Alternative Tax Structures on Individual Holding of Financial Assets, in D.H. HESTER - J. TOBIN, "Risk Aversion and Portfolio Choice", New York, 1967.

J.H. LORIE - M.T. HAMILTON, The Stock Market, Theories and Evidence, Homewood, 1973.

MINISTERO DELLE FINANZE, Circolare n. 3 del 2 febbraio 1975 della Direzione Generale delle Imposte Dirette.

W.F. SHARPE, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, in "Journal of Finance", 1964, pp. 425 - 442.

- L. SPAVENTA - V. VISCO, Analisi e valutazione delle principali misure proposte dal Governo in materia fiscale e societaria, Documento di Studio n. 1 del "Centro Torre Argentina", Roma, settembre 1977.
- S. STEVE, Lezioni di Scienza delle Finanze, Cedam, Padova, 1976.

CENTRO STAMPA DELLA BANCA D'ITALIA

