

Gli effetti delle imposte sulla convenienza a detenere titoli pubblici in Italia (1974-1986)*

1. Introduzione

Nel 1974 entrò in vigore, dopo lunga gestazione, la riforma delle imposte dirette. Fra l'altro essa prevedeva una nuova disciplina dei frutti dei titoli pubblici. L'art. 31 del DPR 601/1973 stabiliva l'esenzione dei frutti dei titoli di Stato e assimilati dalle imposte sul reddito, che non esisteva *di diritto* nell'ordinamento precedente, ma era praticata *di fatto* (almeno dalle persone fisiche) in connessione con la non nominatività dei titoli pubblici. Si ritenne, quindi, che, almeno per quanto concerneva quei contribuenti, nulla di innovativo fosse stato deciso dalla riforma tributaria in tema di titoli pubblici; in realtà, a parte le aliquote differenziate dell'imposta sostitutiva sugli interessi delle attività finanziarie in varia misura succedanee dei titoli pubblici esenti, la persona fisica (non imprenditore) acquirente dei titoli pubblici poteva *di fatto* ritenersi non incisa dalla riforma tributaria.

Nel contempo veniva, però, ridisciplinata la tassazione delle imprese (principalmente persone giuridiche) che possedessero titoli pubblici, cercando di rendere compatibile l'esenzione con la natura dell'imponibile (differenza fra ricavi e costi). L'art. 58 del DPR 597/1973 recepì, a questo fine, il meccanismo già previsto dal Testo Unico del 1958 sulle imposte dirette che disciplinava la ripartizione di parte dei costi sulla base del rapporto tra ricavi "tassati" e ricavi totali. La riforma tributaria del 1974 prevedeva, quindi, un duplice trattamento, differenziato rispetto ai *detentori* (persone giuridiche e altre imprese

* Gli autori ringraziano N. Sartor e G. Pittaluga per le utili osservazioni a una precedente stesura del lavoro. Quanto all'attribuzione della responsabilità essa è così ripartita tra i due autori: i paragrafi 2, 3, 4 e 6.2 ad A. Di Majo; i paragrafi 5 e 6.1 a D. Franco.

da una parte, persone fisiche non imprenditori dall'altra);¹ a sua volta, il trattamento delle attività finanziarie "a reddito fisso", secondo un'espressione ormai non completamente corretta, ma che serve ad escludere i titoli azionari e altre attività finanziarie (fondi di investimento, ecc.), veniva differenziato in connessione con la natura dell'emittente (pubblico, secondo la definizione dell'art. 31 del DPR 601/1973, e "privato"), prevedendosi, per i titoli non pubblici, anche la presenza di una ritenuta sugli interessi (di imposta per le persone fisiche, d'acconto per quelle giuridiche), anch'essa variabile in relazione al tipo di emittente "privato".

In questo lavoro, riprendendo e adattando l'impostazione di un precedente saggio (Di Majo, 1980), si cerca di ripercorrere e valutare le modifiche nelle convenienze a detenere titoli pubblici nel corso degli anni successivi al 1974, fino all'ultima variazione, apportata con il DL 19 settembre 1986, n. 556 (convertito nella legge 17 novembre 1986, n. 759). A questo fine, si tenta anzitutto di formulare una sintesi dell'itinerario percorso da questo tipo di tassazione per cercare, poi, di quantificarne l'evoluzione con riferimento principalmente ai conti economici delle aziende di credito, e di delineare, infine, qualche indicazione sugli effetti della modifica più recente del trattamento tributario degli interessi.

2. La tassazione e la convenienza delle persone fisiche a detenere titoli pubblici

La convenienza a possedere una qualsiasi attività che produce reddito dipende, come è noto, dalle scelte complessive di portafoglio dell'individuo; si può però con una certa approssimazione confrontare il rendimento delle attività a "reddito fisso".² Sintetizziamo il problema

¹ Per semplicità parleremo, normalmente, solo di "persone fisiche non imprenditori"; nella realtà il trattamento tributario delle "persone fisiche imprenditori" è assimilabile, ai nostri fini, a quello riservato alle persone giuridiche, anche se permangono importanti differenze per altri aspetti (ad esempio le aliquote progressive dell'Irpef, ecc.).

² Si veda DI MAJO (1980, p. 39). Trascuriamo qui, tra l'altro, i problemi posti dall'inflazione sulla struttura dei rendimenti delle attività finanziarie. La prevalenza, almeno per le persone fisiche, di aliquote proporzionali (ritenute "secche") riduce ma non elimina le conseguenze di quella approssimazione, così come rende meno importante il fatto che vengano trascurati, ai fini del lavoro, i legami tra attività a "reddito fisso" e attività (più) rischiose (azioni, ecc.).

delle scelte dell'*investitore individuale*, trascurando gli aspetti connessi con l'inflazione, nei termini del livellamento a margine dei rendimenti delle varie attività finanziarie:

$$dR_B = (1 - t_i)dRT_i = \dots = (1 - t_i)dRT_i$$

in cui R_B sono i frutti del debito pubblico e RT_i quelli di altre attività finanziarie "comparabili", non esenti. Va precisato che *di fatto*, per le persone fisiche, i guadagni di capitale sono stati esenti³ nel corso di tutto il periodo considerato e, quindi, le aliquote t_i si applicano soltanto agli interessi e agli altri frutti assimilabili (in particolare agli scarti di emissione, almeno dal 1983).⁴

Le modifiche apportate nel corso del tempo alle aliquote delle ritenute ("secche" per le persone fisiche, d'acconto dell'Irpeg per le persone giuridiche) e all'estensione dell'esenzione dei frutti sono in parte riportate nella tavola 1. Il *meccanismo* è rimasto immutato nel corso di tutto il periodo, mentre è cambiata la misura relativa delle ritenute; dal 1° ottobre 1987 queste diventeranno più omogenee con l'applicazione ai titoli pubblici dell'aliquota del 12,50 per cento (quella "normale").⁵

³ Per le persone fisiche, come è noto, i guadagni di capitale sulle attività finanziarie sono certamente imponibili se realizzati da imprese che abbiano come attività specifica l'assunzione di partecipazioni, la compravendita, il possesso e la gestione di titoli pubblici o privati, ecc. (art. 53 del DPR 597/1973). Per le altre persone fisiche, l'assenza di "intento speculativo" assicura l'esenzione. Il Testo Unico delle Imposte Dirette, recentemente approvato dal governo (in vigore dal 1988), ha esplicitamente sancito tale esenzione.

⁴ L'art. 10 della legge 649/1983 ha infatti disposto che la ritenuta sui proventi delle obbligazioni «deve essere operata anche sulla differenza tra la somma corrisposta ai possessori dei titoli alla scadenza e il prezzo di emissione».

⁵ Per un esame più dettagliato della tassazione dei redditi di capitale in Italia e altri paesi OCSE si veda CAVALLARI e DEL GIUDICE (1986). Le convenienze dell'investitore-persona fisica possono essere influenzate anche da ciò che avviene al di là del "velo" societario e di altri investitori istituzionali (fondi comuni, ecc.); da questo punto di vista è utile la determinazione di aliquote effettive delle imposte dirette sui redditi da capitale che "condensino" tutti i prelievi subiti nel percorso che il reddito compie fino a raggiungere il detentore finale-persona fisica (azionista). Un'analisi approfondita è effettuata, per l'Italia e altri paesi, da GIANNINI (1986). La legge 649 del 1983 ha, tra l'altro, introdotto un'imposta di *conguaglio* che le persone giuridiche sono tenute a pagare per evitare che i benefici derivanti dal possesso dei ricavi esenti si ripercuotano sui dividendi attraverso il meccanismo del credito di imposta. Questo aspetto, qui trascurato, è importante per la determinazione delle aliquote condensate effettive.

ALIQUOTE PERCENTUALI DELLE RITENUTE
SUI PROVENTI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE
IN ALCUNI ANNI*

	1974	1980	1985	1986
— Depositi bancari e postali	15	20	25	25
— Buoni postali**	—	—	—	esenti; 6,25
— Titoli pubblici**	—	—	—	esenti; 6,25
— Obbligazioni I.C.S.	10	10; esenti	12,5	12,5
— Obbligazioni ENI, IRI, imprese finanziarie	20	20	12,5	12,5
— Obbligazioni imprese non finanziarie	30	20	12,5	12,5
— Obbligazioni convertibili	15	10	12,5	12,5
— Accettazioni bancarie	—	—	15	15
— Certificati diversi da azioni, obbligazioni e quote di fondi comuni	15	15	18	18

* Negli anni in cui sono individuate più aliquote si vuole ricordare che vi sono state modifiche in corso d'anno. Le aliquote vengono di norma applicate alle emissioni avvenute nell'anno riportato. Per una esposizione più precisa si rimanda a CAVALLARI e DEL GIUDICE (1986). I trattini indicano sia l'esenzione sia, se del caso, la mera inesistenza della ritenuta.

** La ritenuta sarà del 12,5 per cento a partire da 1° ottobre 1987.

3. La tassazione e la convenienza delle persone giuridiche a detenere titoli pubblici

L'esenzione dei frutti del debito pubblico non poteva essere disciplinata per le persone giuridiche alla stessa maniera che per le persone fisiche. Infatti l'imponibile delle imprese, ai fini della tassazione del reddito, è determinato partendo dai risultati del conto economico (differenza tra ricavi e costi); perciò la mera esclusione dai ricavi degli interessi sui titoli pubblici avrebbe comportato un'abnorme riduzione dell'imponibile (fino all'annullamento) almeno per alcuni tipi di imprese (gli istituti di credito), anche in presenza di livelli elevati di profitto. Per evitare questi effetti si rendeva necessario qualche aggiustamento dal lato dei costi. Si ricorse, quindi, al meccanismo, già previsto dall'art. 110 del T.U. delle Imposte Dirette del 1958, della ripartizione pressoché proporzionale di gran parte dei costi (quelli c.d. "non ad imputazione specifica") sulla base del rapporto tra "ricavi tassati" e totale dei ricavi (artt. 58 e 61 del DPR 597/1973). Questo rapporto consente di determinare la quota di costi "generali" ammessa in detrazione ai fini

della individuazione dell'imponibile⁶ e costituisce un elemento fondamentale sia per la valutazione degli effetti della tassazione sulle convenienze a detenere vari tipi di attività, sia ai fini del calcolo dell'onere tributario complessivo sul reddito di impresa.

Il coefficiente di detraibilità (α) delle spese generali era così definito nell'originaria formulazione dell'art. 58 del DPR 597/1973:⁷

$$(1) \quad \alpha = \frac{R_T + 0,5 R_V}{R_T + R_V + 0,9 R_{EP} + R_{EA}}$$

in cui: R_T rappresenta i ricavi tassati; R_{EP} gli interessi sui titoli pubblici; R_{EA} gli altri ricavi esenti (principalmente interessi su obbligazioni emesse da istituzioni internazionali, quali la B.E.I., ecc.) e R_V gli interessi su titoli, sia pubblici sia privati, emessi prima dell'entrata in vigore della riforma tributaria. L'imposta sui redditi di impresa risultava da:⁸

$$(2) \quad T = t [R_T - \alpha (IP + SG) - AC] + t_{Irpeg} 0,5 R_V$$

in cui, per le imprese-persone giuridiche, che sono quelle più rilevanti e a cui si fa riferimento nel prosieguo, t rappresenta una combinazione delle aliquote dell'Irpeg e dell'Ilor;⁹ IP e SG rappresentano gli interessi passivi e le altre spese generali e AC i costi ad imputazione specifica. Le modifiche apportate successivamente alla tassazione hanno riguardato, a parte le variazioni di t , il rapporto α e si sono concentrate principalmente: a) sulle sue caratteristiche e b) sul suo ambito di applicazione.

⁶ Il meccanismo adottato in Italia ha consentito, normalmente, di ridurre l'imponibile di una proporzione superiore a quella dei ricavi esenti rispetto ai ricavi totali. Riprendendo un esempio in DI MAJO e PEDONE (1985, p. 70), se si suppone che i ricavi esenti siano il 20 per cento dei ricavi totali (pari a 1000 in valore assoluto), i costi generali (cui si applica la proporzione) siano 700 e quelli ad imputazione specifica 100, l'imponibile risulta di 140 (contro un reddito di impresa di 200). L'utile si è cioè ridotto del 30 per cento. Questo è dovuto alla presenza di costi ad imputazione specifica: quanto più elevati sono questi ultimi, rispetto ai costi generali, tanto più si riduce la base imponibile rispetto al reddito d'impresa. Va inoltre rilevato che, nella realtà, l'imponibile può essere ulteriormente ridotto da alcune particolarità adottate nella definizione del coefficiente di proporzionalità, come si vedrà più avanti.

Un sistema di tassazione simile è stato adottato negli Stati Uniti per le banche e altre istituzioni finanziarie: gli interessi (solamente) sono ripartiti tra utilizzi tassati e esenti (a causa dell'esistenza di "tax-exempt bonds") sulla base del rapporto tra «the average adjusted basis over the year of all tax-exempt obligations held by the bank or financial institutions and the average adjusted basis of the year of all assets held by the bank or financial institutions», U.S. TREASURY (1984, p. 249).

⁷ Si adotta la notazione originariamente introdotta in DI MAJO (1980) e diventata di utilizzo piuttosto diffuso.

⁸ Si veda, per maggiori dettagli e la derivazione delle formule, DI MAJO (1980, pp. 41 e 45-47).

⁹ L'evoluzione delle aliquote Irpeg e Ilor e della loro combinazione è riportata nella tav. 3.

La prima modifica, decisa dopo poco più di un anno dall'entrata in vigore della riforma, riguardò la definizione dei simboli della (1).¹⁰ Con la riforma tributaria l'imponibile-reddito di impresa venne legato al conto economico cosiddetto a "costi, ricavi e rimanenze"; per le imprese che effettuavano operazioni di cessione di titoli (e di divise), i ricavi tassati (R_T) includevano *tutti* i ricavi ottenuti da tali vendite, che concorrevano così alla definizione di α comparando sia nel numeratore sia nel denominatore della (1). Per le imprese che operano abitualmente attraverso la compravendita di titoli (ad esempio le banche) α poteva risultare (e nei fatti questo avvenne nel 1974) molto alto, con conseguente abnorme riduzione dell'imponibile. La modifica del 1975 comportò che, ai soli fini della definizione di α , dovevano essere inclusi in R_T i "risultati lordi" dell'attività di intermediazione in titoli e divise: con un conseguente abbassamento di α e un innalzamento dell'imponibile, a parità di altre condizioni.¹¹

Al di là di questi problemi, è evidente, in generale, che l'inclusione di α nella (2) rende la tassazione, e quindi le scelte delle imprese, fortemente dipendenti dalla struttura del loro conto economico. Tale legame scomparirà solo quando tutti i titoli emessi prima del 19 settembre 1986 saranno scaduti.

Anche se la struttura del conto economico continua ad influire sulla tassazione delle imprese nel corso di tutto il periodo 1974-1986, dall'inizio del decennio in corso si può rilevare una progressiva riduzione del peso dell'"agevolazione" derivante dalla detenzione di ricavi "esenti". In questa linea si collocava la legge 626 del 1981 che modificò ulteriormente α e definì in misura più restrittiva l'area dei costi esclusi dalla sua applicazione (quelli ad "imputazione specifica").¹² In particolare, il coefficiente 0,9 applicato agli interessi sui titoli pubblici nel denominatore di α venne portato a 1:

¹⁰ Si vedano la legge 2 dicembre 1975 n. 576 e la circolare n. 3 delle Imposte Dirette del 2 febbraio 1976.

¹¹ Questo effetto può essere chiarito utilizzando l'esempio della nota 6. Si ipotizzi ancora che $R_T = 800$, $R_{EP} = 200$, $SG = 700$ e $AC = 100$. Si assuma poi che la stessa impresa intraprenda un'attività di compravendita di titoli e, in particolare, che acquisti titoli per 250 e ne ceda per 300. Per il calcolo di α , se le cessioni di titoli sono considerate come gli altri ricavi tassati (per cui $R_T = 1100$), $\alpha = 0,846$; se si applica il principio dei risultati lordi (per cui $R_T = 850$), $\alpha = 0,81$. La base imponibile risulta ora di 230, contro 202 nel primo caso. Per una più estesa discussione di questo aspetto si veda FARACI (1983, pp. 75-84).

¹² Alcune risoluzioni ministeriali (n. 9/869 del 19 gennaio 1980 e n. 9/1003 del 26 settembre 1980) avevano già delineato un'interpretazione restrittiva dell'area dei costi ad imputazione specifica.

$$(3) \quad \alpha = \frac{R_T + 0,5 R_V}{R_T + R_V + R_E}$$

in cui $R_E = R_{EP} + R_{EA}$. Inoltre, la proporzione di (IP + SG) venne di fatto aumentata rispetto ad AC. A parte altre modifiche di minore importanza quantitativa, negli anni successivi l'innovazione più rilevante fu l'estensione temporanea dell'esenzione degli interessi alle obbligazioni emesse da soggetti diversi dagli enti pubblici.¹³

Alla fine del 1984 il trattamento dei ricavi esenti venne profondamente interessato da una modifica legislativa, indotta dalla diffusione di comportamenti "speculativi" di aziende non finanziarie, che utilizzavano il credito bancario per acquisire titoli pubblici. Prima di allora, più precisamente dal 1981 al novembre 1984, l'effetto sul profitto netto di un'operazione di indebitamento e di investimento del ricavato in titoli pubblici si può così sintetizzare, sulla base della (2) e della (3):

$$dPN = - (1 - \alpha t) dIP$$

$$dPN = \left[1 - t \frac{R_T + 0,5 R_V}{(R_T + R_V + R_E)^2} (IP + SG) \right] dR_E$$

in cui PN è il profitto al netto delle imposte.

Se si suppone che l'investimento renda un ammontare di interessi pari a quello pagato sul debito ($dR_E = dIP = dR$), il risultato complessivo dell'operazione risulta:

$$\frac{dPN}{dR} = t \left[\frac{R_T + 0,5 R_V}{(R_T + R_E + R_V)} - \frac{R_T + 0,5 R_V}{(R_T + R_E + R_V)^2} (IP + SG) \right]$$

Se la prima frazione entro la parentesi è maggiore della seconda (e si possono agevolmente ipotizzare casi del genere), l'effetto sul profitto netto è positivo, *anche a parità di interessi erogati e ricevuti*. A maggior ragione l'operazione è positiva se il tasso sui titoli pubblici è superiore a quello pagato sulla provvista di fondi, e in certi casi essa può essere positiva anche con una situazione di tassi rovesciata. Nei periodi di imposta immediatamente precedenti l'emanazione del DL 791/1984 s'era appunto diffusa la pratica, tra le imprese diverse dalle banche, di

¹³ Gli interessi su titoli emessi da istituti di credito speciale, nel periodo luglio 1980-settembre 1982, e da altre imprese, nel periodo gennaio 1981-settembre 1982, sono esenti in base alle leggi n. 891 del 1980 e n. 676 del 1981.

indebitarsi e investire il ricavato in titoli esenti. Il DL 791/1984 (la cui emanazione fu favorita da questa pratica), scartata la via di trasformare in ricavi tassati gli interessi dei titoli pubblici, optò per un nuovo regime di detraibilità degli interessi passivi. Se distinguiamo le imprese dove $IP > R_{EN}$ (tipicamente le banche) da quelle in cui $IP < R_{EN}$ (normalmente le imprese diverse dalle istituzioni creditizie), per le prime l'onere tributario sul reddito di impresa risultava dopo la modifica:

$$(4) \quad T = t [R_T - \alpha (IP - R_{EN} + SG) - AC]$$

in cui R_{EN} rappresenta gli interessi sui titoli pubblici di emissione successiva al 28 novembre 1984 e, trascurando R_V (in via di esaurimento),

$$(5) \quad \alpha = R_T / (R_T + R_{EV})$$

(R_{EV} sono gli interessi sui titoli pubblici di precedente emissione; $R_{EV} + R_{EN} = R_E$).¹⁴

In conseguenza di questo nuovo regime, si può notare che le aliquote marginali di imposizione sui diversi tipi di ricavi tendono a uniformarsi.¹⁵ A regime, cioè, le scelte di investire in titoli pubblici piuttosto che in altre attività finanziarie non saranno influenzate dalla tassazione del reddito di impresa. A questo risultato, come si è detto, si giunge in via indiretta, non estendendo l'area dei ricavi tassati, bensì riducendo i costi detraibili dell'ammontare dei ricavi esenti.

Per le altre imprese (con $R_{EN} > IP$), mantenendo $R_V = 0$,

$$\alpha = R_T / (R_T + R_{EV} + R_{EN} - IP).$$

In questo caso α si applica, nella (4), solo alle spese generali (SG). In altre parole, per le imprese gli interessi passivi non sono detraibili fino a concorrenza dei ricavi esenti derivanti da titoli pubblici di nuova emissione. Di conseguenza, l'acquisizione simultanea di uno stesso

¹⁴ Si vedano MORETTI (1986) e C.E.R. (1985).

¹⁵ Infatti $\alpha \rightarrow 1$ man mano che $R_{EV} \rightarrow 0$ e, quindi, $dT / dR_{EN} = \alpha t \rightarrow t$

$$e dT / dR_T = t \left[1 - \frac{R_{EV}}{(R_T + R_{EV})^2} (IP - R_{EN} + SG) \right] \rightarrow t$$

ammontare di ricavi esenti (dR_{EN}) e di interessi passivi sul debito (dIP) non origina più una rendita fiscale.¹⁶

L'evoluzione del regime tributario dei titoli pubblici detenuti dalle persone giuridiche si è avviata a conclusione con il DL 19 settembre 1986 n. 556 (convertito nella legge 17 novembre 1986 n. 759), che ha disposto, analogamente a quanto previsto per le persone fisiche, che gli interessi di titoli pubblici emessi successivamente all'emanazione del decreto siano considerati ricavi tassati (R_T nei simboli), cui è anche connessa la ritenuta d'acconto dell'Irpeg riportata nella tavola 1. L'effetto sarà, ovviamente, che $\alpha \rightarrow 1$, man mano che $R_{EV}, R_{EN} \rightarrow 0$, sia per le banche, sia per le altre imprese, riconducendo il regime a quello di una normale "corporation tax". Per le banche si tratta di un'accelerazione del processo, già ricordato, di avvicinamento a t delle diverse aliquote marginali.

Seguendo la metodologia adottata in Di Majo (1980, pp. 51 e ss.), che assumeva come criterio "ottimizzante", da parte delle imprese che operano nell'intermediazione finanziaria, la massimizzazione del contributo dei vari impieghi dei fondi alla formazione del profitto netto, è possibile individuare gli scarti tra i rendimenti delle varie attività (tassate ed esenti) idonei a livellarne il contributo allo stesso profitto netto (talvolta definiti, ad esempio in Moretti 1986, "scarti di indifferenza").

¹⁶ Infatti, per queste imprese, dall'equazione che sintetizza l'onere tributario sul reddito:

$$T = t [R_T - \alpha SG - AC]$$

si ottengono:

$$\frac{dT}{dR_T} = t \left[1 - \frac{R_{EV} + R_{EN} - IP}{(R_T + R_{EV} + R_{EN} - IP)^2} SG \right]$$

$$\frac{dT}{dR_{EN}} = t \frac{R_T}{(R_T + R_{EV} + R_{EN} - IP)^2} SG$$

Quindi:

$$\frac{dT}{dR_T} - \frac{dT}{dR_{EN}} = t \left[1 - \frac{1}{(R_T + R_{EV} + R_{EN} - IP)} SG \right]$$

in cui, come si può notare, può ancora sussistere la convenienza a detenere ricavi esenti (a parità di altre condizioni), anche se $R_{EV} \rightarrow 0$. Va invece osservato che, essendo:

$$\frac{dT}{dIP} = -t \frac{R_T}{(R_T + R_{EV} + R_{EN} - IP)^2} SG$$

si ottiene: $dT / dR_{EN} - dT / dIP = 0$.

Se si assume, per semplicità, che i rendimenti sui titoli esenti siano rappresentati solo da interessi,¹⁷ dalla struttura della tassazione originariamente prevista dalla riforma tributaria, e descritta più indietro, si ottengono i rapporti tra i contributi infinitesimi dei diversi tipi di ricavi al profitto netto (che corrispondono alle formule (10), (11) e (12) ricavate in Di Majo 1980, p. 52).

In seguito alla legge 626/1981, seguendo la stessa metodologia (e ponendo $R_v = 0$), si ricava il nuovo valore dello "scarto":

$$\frac{dR_T}{dR_E} = \frac{(R_T + R_E)^2 - t (IP + SG) R_T}{(1 - t) (R_T + R_E)^2 + t (IP + SG) R_E}$$

È interessante osservare che non necessariamente $dR_T/dR_E > 1$; si possono infatti ipotizzare strutture di conti economici che comportino $dR_T/dR_E < 1$ e, quindi, a parità di altre condizioni, si potrebbero osservare sul mercato rendimenti dei titoli tassati inferiori a quelli dei titoli esenti.

Con il DL 791/1984, gli scarti sono stati ancora modificati. Ponendo ancora $R_v = 0$, si ha infatti:

$$\frac{dR_T}{dR_{EN}} = \frac{(R_T + R_{EV})^2 - R_T (R_T + R_{EV})}{(1 - t) (R_T + R_{EV})^2 + t (IP + SG - R_{EN}) R_{EV}}$$

4. Tassazione ed equilibrio del mercato delle attività finanziarie

L'esenzione dei titoli pubblici (fino a quando la struttura tributaria in vigore dal settembre 1986 non sarà "a regime") influenza la determinazione dei prezzi relativi di equilibrio delle varie attività finanziarie. In particolare, la coesistenza, per le stesse attività, di regimi tributari diversi (secondo il tipo di attività e di detentori) comporta conseguenze rilevanti sull'esistenza di una posizione di equilibrio e sugli effetti che le modifiche tributarie esercitano sulla struttura dei rendi-

¹⁷ Come si è osservato in DI MAJO (1980, p. 64), va ricordato che, mentre gli interessi hanno sempre avuto nel corso del periodo considerato un trattamento differenziato (ricavi esenti, ricavi tassati, ecc.), i guadagni di capitale ottenuti dalle persone giuridiche sulle attività finanziarie sono sempre stati considerati ricavi tassati, per cui gli scarti tra i rendimenti di attività finanziarie tassate ed esenti non corrispondono esattamente, di norma, a quelli tra ricavi tassati e ricavi esenti.

menti delle attività stesse. Inoltre, la presenza di strutture di conto economico molto differenziate tra i detentori-persone giuridiche, rende difficoltosa l'individuazione dei rendimenti relativi di equilibrio; se si adottano alcune ipotesi semplificatrici, è possibile fornire, almeno a livello teorico, qualche indicazione (seguendo Di Majo 1980, pp. 55-61).

Si assuma che le persone fisiche massimizzino il rendimento netto del loro portafoglio in attività "a reddito fisso" e le persone giuridiche, operanti in concorrenza, il contributo di tali attività al profitto netto; inoltre, supponiamo, per semplicità, che il rendimento sia assicurato attraverso forme omogenee dal punto di vista tributario per ogni attività (ad esempio, le persone giuridiche percepiscano sui titoli di Stato solo interessi-esenti, senza realizzare guadagni di capitale-tassati).

L'equilibrio complessivo deve essere assicurato dal simultaneo soddisfacimento delle condizioni di equilibrio già individuate per i due tipi di percettori, persone fisiche e persone giuridiche. Il sistema vigente negli anni immediatamente successivi la riforma tributaria può essere "stilizzato" ricorrendo alle seguenti condizioni. Se si limita l'alternativa a tre forme di attività R_{T1} , R_{T2} (per le persone fisiche soggette a ritenute "secche" con aliquote t_1 e t_2 e per le persone giuridiche entrambe soggette al trattamento di R_T) ed R_E (trascurando, cioè, R_v), si ottiene:¹⁸

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

$$(II) \quad \frac{t_3 - t_2}{t_3} = \frac{0,9 IP [(1 - t_2) R_T + R_E]}{(R_T + 0,9 R_E)^2}$$

(in queste due formule IP rappresenta sia gli interessi passivi sia le spese generali).

Le due condizioni non possono essere ovviamente soddisfatte se $t_1 \neq t_2$ (come nella realtà). Infatti, poiché il trattamento tributario delle due attività tassate è identico per le persone giuridiche, non è possibile il simultaneo livellamento dei rendimenti netti per le persone fisiche sulle due attività e, per entrambi i soggetti, con quello delle attività esenti.

L'esistenza di un'unica ritenuta sulle attività finanziarie non esenti possedute dalle persone fisiche ($t_2 = t_1$) rende, invece, le due condizioni

¹⁸ In cui t_1 e t_2 sono le ritenute di imposta sugli interessi percepiti dalle persone fisiche sulle attività finanziarie "tassate" e t_3 è l'aliquota del prelievo sul reddito delle persone giuridiche.

identiche e, quindi, possibile l'equilibrio, purché la differenza tra l'aliquota sul reddito di impresa (t_3) e la ritenuta "secca" (t_1) rispetti certe proporzioni del conto economico delle persone giuridiche. Ciò non implica necessariamente che tutte le persone giuridiche abbiano lo stesso conto economico, ma che quella *proporzione* sia rispettata dai diversi conti economici.¹⁹ Questo da un punto di vista analitico e date le ipotesi avanzate sul comportamento degli investitori; nella realtà v'è da osservare che le strutture dei conti economici delle principali imprese che investono nel mercato finanziario (le aziende di credito) apparivano molto differenziate al tempo in cui vigeva quel regime tributario.²⁰ Nelle ipotesi formulate, in presenza di ritenute differenziate per gli interessi percepiti dalle persone fisiche, i vari investitori avrebbero 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 di equilibrio tra attività tassate e attività esenti, di equilibrio per le persone giuridiche, siano invece tali da rendere conveniente alle persone fisiche un movimento verso i titoli tassati, i prezzi di questi aumenteranno e quelli dei titoli esenti si potranno ridurre fino a essere di equilibrio per le persone fisiche. A questo punto, però, le persone giuridiche troveranno conveniente trasferirsi verso i titoli esenti, modificando di nuovo gli "scarti", e così via, in una sorta di "moto perpetuo". Tuttavia la realtà si discosta dalle ipotesi formulate e le "frizioni" e i vincoli all'attività degli investitori giocano un ruolo di rilievo nell'influenzare i prezzi e le posizioni di ogni investitore. Nella determinazione degli scarti, giova ricordarlo, giocano un ruolo anche le plusvalenze (trattate diversamente dagli interessi). Il doppio livellamento, si osserva in un precedente lavoro (Di Majo 1980, p. 53), poteva comportare in certi casi «la capitalizzazione del tributo per i possessori-

¹⁹ In un sistema più semplice, come è quello che sembra attualmente delinearci ("a regime"), con un'unica aliquota di ritenuta "secca" per le persone fisiche e un'unica aliquota per le persone giuridiche, se si mantengono le altre ipotesi semplificatrici la condizione che assicura rendimenti di equilibrio tra due attività si ricava da:

$$(1 - t_1) dR_{T_1} = (1 - t_1) dR_{T_2}, \text{ per le persone fisiche}$$

$$(1 - t_3) dR_{T_1} = (1 - t_3) dR_{T_2}, \text{ per le persone giuridiche}$$

ossia: $(1 - t_1) / (1 - t_3) = (1 - t_1) / (1 - t_3)$, che è sempre verificata. Di conseguenza, la convenienza *relativa* a detenere vari tipi di attività finanziarie non dipenderà più, *ceteris paribus*, dalla struttura dei conti economici delle persone giuridiche.

²⁰ Si veda DI MAJO e altri (1983, p. 200). Secondo il campione di 25 banche ivi considerato, nel 1979 la struttura dei conti economici delle aziende di credito appariva molto differenziata. Ad esempio, il rapporto tra spese generali (compresi gli interessi passivi) e totale dei ricavi oscillava tra il 73 e l'89 per cento.

persone fisiche e l'incidenza, anche se normalmente non completa, del tributo sui profitti delle persone giuridiche che percepiscono gli interessi».²¹

Sembra ora interessante osservare come le modifiche apportate nel tempo abbiano inciso sulle condizioni necessarie per l'esistenza dell'equilibrio. Dal punto di vista analitico, nulla è stato sostanzialmente modificato fino al 1984.²² Prendendo in considerazione, per semplicità, le persone giuridiche con $IP > R_{EN}$ (sostanzialmente le banche), e seguendo come prima la metodologia proposta in Di Majo (1980, p. 53), nella *situazione successiva al decreto del novembre 1984* è possibile individuare un insieme di condizioni di equilibrio, riportate nella prima colonna della tavola 2. Ovviamente, essendo $t_1 \neq t_2$, l'equilibrio è ancora impossibile nelle ipotesi adottate. Poiché, però, questa caratteristica è destinata a sparire, si può osservare come le condizioni si modificano se si pone $t_2 = t_1$ e, per il resto, si mantiene la struttura tributaria post-1984. Queste condizioni (che consentono, si ricordi, il livellamento del contributo netto delle varie attività finanziarie al profitto delle persone giuridiche e quello del ricavo netto delle persone fisiche) sono riportate nella seconda parte della tavola 2.

La prima condizione, comune ai due casi, è richiesta dal livellamento del rendimento a margine dei titoli pubblici emessi prima (R_{EV}) e dopo (R_{EN}) il 28 novembre 1984, con diverso trattamento tributario per le persone giuridiche, ma entrambi esenti per le persone fisiche.²³ Persone giuridiche con conti economici in prossimità del pareggio rendono irrilevanti le differenze di trattamento e possibile il livellamento dei loro rendimenti, dato che così si avvicinano al trattamento (esenzione) delle persone fisiche. Inoltre, questa condizione mostra che l'esistenza dell'equilibrio è soggetta a un vincolo di struttura dei conti economici molto più rigido di quello esistente in precedenza, quando l'equilibrio (con $t_1 = t_2$) era possibile con una *pluralità* di strutture dei conti economici delle persone giuridiche.

²¹ DI MAJO (1980, p. 59). Si noti che con l'espressione "capitalizzazione" (o "ammortamento") del tributo si indicava che per le persone fisiche la differenza tra il rendimento netto dei titoli esenti e quello delle attività soggette a ritenuta veniva compensato dai rendimenti offerti dagli emittenti (ovvero da quelli ricavabili dai vecchi possessori, se l'attività era acquisita sul mercato secondario).

²² Come è stato ricordato, i cambiamenti avevano riguardato: la misura delle aliquote, l'estensione di R_E , la semplificazione di α , oltre alla restrizione dell'area dei costi ad imputazione specifica.

²³ In realtà, la particolare disciplina tributaria di R_{EV} è condizionata al mantenimento dei titoli che originano tali interessi nei portafogli delle persone giuridiche, e la conseguente segmentazione può favorire la formazione di tassi di equilibrio tra le altre attività. Nel lungo periodo, con $R_{EV} \rightarrow 0$, si tende alla situazione indicata nella nota 19.

CONDIZIONI PER L'ESISTENZA SIMULTANEA DELL'EQUILIBRIO
PER PERSONE FISICHE E GIURIDICHE *

Con $t_1 \neq t_2$	Con $t_1 = t_2$
$IP = R_T + R_{EV} + R_{EN}$	$IP = R_T + R_{EV} + R_{EN}$
$\frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{(1 - t_1)R_T}{(R_T + R_{EV})} - \frac{R_{EV}(IP - R_{EN})}{(R_T + R_{EV})^2}$	$\frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{(1 - t_1)R_T}{(R_T + R_{EV})} - \frac{R_{EV}(IP - R_{EN})}{(R_T + R_{EV})^2}$
$\frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{(IP - R_{EN})[(1 - t_1)R_T - R_{EV}]}{(R_T + R_{EV})^2}$	$\frac{t_3 - t_1}{t_3} = \frac{(IP + R_{EN})[(1 - t_1)R_T - R_{EV}]}{(R_T + R_{EV})^2}$
$\frac{t_3 - t_2}{t_3} = \frac{(IP - R_{EN})[(1 - t_2)R_T - R_{EV}]}{(R_T + R_{EV})^2}$	
$\frac{t_3 - t_2}{t_3} = \frac{(1 - t_2)R_T}{(R_T + R_{EV})} - \frac{R_{EV}(IP - R_{EN})}{(R_T + R_{EV})^2}$	
$t_2 = t_1$	

* In questa tavola IP rappresenta sia gli interessi passivi sia le spese generali.

L'interesse per queste caratteristiche tende, ovviamente, a diventare "storico", poiché con l'ultimo provvedimento legislativo (19 settembre 1986) i titoli pubblici di nuova emissione sono assoggettati alla stessa disciplina di R_T per le persone giuridiche, e alla stessa ritenuta (dall'ottobre 1987) delle altre obbligazioni per le persone fisiche, anche se i depositi bancari sono ancora soggetti a un'aliquota più elevata. Gli effetti del trattamento tributario dei titoli pubblici sono di difficile individuazione se non si dispone di informazioni sui conti economici delle imprese; a questo si è cercato di ovviare con le analisi sintetizzate nel prossimo paragrafo. Tuttavia, *alcuni risultati* sembrano di interesse, anche a livello teorico. In particolare: a) se si prescinde dalla situazione definita "di regime", tutte le strutture fiscali considerate comportano, in concorrenza perfetta, l'impossibilità dell'esistenza di rendimenti relativi di equilibrio nelle attività finanziarie (nelle ipotesi di comportamento "ottimizzante"); b) le convenienze delle persone giuridiche a impiegare risorse per conseguire i diversi tipi di ricavi sono state e sono fortemente influenzate dalla tassazione, nel senso che il rapporto tra i rendimenti marginali al netto della tassazione può essere molto diverso rispetto a quello tra i rendimenti lordi (in casi limite può essere addirittura rovesciato).

CARATTERISTICHE PRINCIPALI DEL REGIME FISCALE
DELLE PERSONE GIURIDICHE

Anno	Aliquote d'imposta*			Coefficiente detraibilità costi generali (a)
	Irpeg	Ilor	Irpeg + Ilor	
1974	25	14,7	39,7	$(RT + .5 RV)/(RT + RV + .9 REP + REA)$
1975	35	14,7	49,7	»
1976	25	14,7	39,7	»
1977	25	14,7	39,7	»
1978	25	15	36,25	»
1979	25	15	36,25	»
1980	25	15	36,25	»
1981	25	15	36,25	$(RT + .5 RV)/(RT + RV + REP + REA)$
1982	27	16,2	38,826	»
1983	30	16,2	41,34	»
1984	36	16,2	46,368	»
1985	36	16,2	46,368	$(RT + .5 RV)/(RT + RV + REV)$
1986	36	16,2	46,368	$(RT + REX + .5 RV)/(RT + REX + RV + REV)$
A regime	36	16,2	46,368	$(RT + REX)/(RT + REX) = 1$

SIGLE

- RT = Ricavi tassati
RV = Ricavi sui titoli emessi prima del 1° gennaio 1974.
REP = Ricavi esenti sui titoli pubblici emessi dopo il 1° gennaio 1974 e detenuti dal 28 novembre 1984.
REA = Ricavi esenti su altri titoli emessi dopo il 1° gennaio 1974 e detenuti dal 28 novembre 1984.
REV = REA + REP
REN = Ricavi esenti su titoli acquisiti dopo il 28 novembre 1984 ed emessi sino al 19 settembre 1986
REX = Ricavi tassati su tipi di titoli in precedenza esenti
* Dal 1978 l'Ilor è deducibile dall'imponibile Irpeg. Le aliquote indicate includono l'addizionale applicata in alcuni anni.

5. La tassazione e i conti economici delle aziende di credito italiane

In questo paragrafo si riprendono alcuni risultati di un lavoro (Di Majo e Franco 1987) che utilizza i conti economici di circa 400 aziende di credito per analizzare le implicazioni della tassazione (le cui caratteristiche principali sono riportate nella tavola 3) e, in particolare, per dare un valore effettivo alle variabili finora considerate e connesse, come si è visto, con la detenzione dei titoli pubblici, che è di gran rilevanza in questo tipo di imprese. Nella tavola 4 sono riportati parte dei risultati

della prima elaborazione effettuata,²⁴ che mira a quantificare l'evoluzione dell'onere medio di tassazione e delle aliquote marginali sui vari tipi di ricavi (esenti da titoli pubblici, tassati e "vecchi") per il complesso delle banche considerate.²⁵

TAV. 4

ESERCIZIO SUI CONTI ECONOMICI AGGREGATI 1975-1985: ALIQUOTE MEDIE E MARGINALI				
Anni	1	2	3	4
1975	31,3	45,2	37,1	35,8
1979	23,5	31,4	25,6	24,3
1984	36,1	38,2	33,4	30,6
1985	38,8	40,4	39,5	32,4

Col. 1: Aliquota media effettiva (Irpeg + Ilor)
 Col. 2: Aliquota marginale sui ricavi tassati
 Col. 3: Aliquota marginale sui ricavi esenti (titoli pubblici)
 Col. 4: Aliquota marginale sui ricavi "vecchi"

Nella recente evoluzione dell'imposizione sulle aziende di credito si possono individuare *due fasi*: quella dal 1975 al 1979, in cui la pressione tributaria (come proporzione del profitto lordo) tende a diminuire, e quella successiva, in cui aumenta costantemente, portando l'aliquota media effettiva al 39 per cento. La riduzione dell'*aliquota media* di imposizione nel primo periodo dipende in parte dalla diminuzione delle aliquote nominali (Tav. 3) e in parte dalle notevoli acquisizioni di titoli esenti; l'agevolazione è rafforzata dalla presenza, nei portafogli delle aziende, di rilevanti quantità di titoli emessi prima dell'entrata in vigore della riforma tributaria. Successivamente l'aliquota media aumenta notevolmente, più di 16 punti fra il 1979 e il 1985; l'andamento più recente è in un primo momento connesso soprat-

²⁴ Per la fonte dei dati e il metodo si veda DI MAJO e FRANCO (1987). Va rilevato che gli esercizi effettuati non mirano a ricostruire precisamente e completamente la posizione fiscale delle aziende di credito nei vari anni, bensì a delineare i principali effetti dei mutamenti della normativa concernente i titoli pubblici. Alcuni effetti della disciplina fiscale non rilevanti in questo contesto sono stati pertanto trascurati. In particolare, vanno considerate con cautela le aliquote medie risultanti dagli esercizi presentati.

²⁵ Queste prime elaborazioni sono state effettuate sulla *somma dei bilanci aziendali dal 1975 al 1985*; in altri termini, si è considerata un'ipotetica azienda le cui voci di conto economico siano date dalla somma delle voci delle singole aziende. Va rilevato che si è applicata la *classificazione dei costi*, a fini tributari, attualmente in vigore, che pone gran parte delle voci passive del conto economico fra i costi generali. I risultati ottenuti *sovrastimano* pertanto le imposte versate dalle aziende di credito fino al 1980; in tali anni infatti esse ritenevano che un maggior numero di voci potesse essere incluso fra i costi a imputazione specifica.

tutto con la riduzione dell'incidenza di R_V e con l'arresto della crescita di quella dei ricavi esenti. Dal 1981 intervengono invece vari provvedimenti legislativi: l'equiparazione degli interessi su titoli di Stato agli altri ricavi esenti nella determinazione del coefficiente di detrazione dei costi generali e degli interessi passivi e gli inasprimenti delle aliquote del 1982, del 1983 e del 1984.

L'andamento delle *aliquote marginali* è sostanzialmente parallelo a quello delle aliquote medie (Tav. 4). Dal 1975 al 1979 quelle sui ricavi tassati e sui ricavi da titoli di Stato diminuiscono rispettivamente di 14 e di 12 punti; dal 1979 al 1985 esse aumentano invece di 9 e 14 punti. La crescita è particolarmente rilevante nell'ultimo biennio: nel 1984, a causa dell'aumento dell'aliquota dell'Irpeg, e nel 1985, per gli effetti del DL 791/1984. È evidente la riduzione della differenza tra le aliquote sui ricavi tassati e su quelli esenti: da quasi 6 punti nel 1979 a meno di un punto nel 1985.

Nella tavola 5 sono riportati alcuni risultati di un altro esercizio, condotto sui conti economici del 1985, che si propone di valutare gli effetti dell'*evoluzione della normativa a parità di struttura di bilancio*; il regime tributario vigente in ognuno degli anni considerati viene applicato ai *conti economici del 1985 delle singole aziende di credito*; in questo modo non si ricostruiscono le effettive variazioni del gettito e delle aliquote marginali, che sono influenzate anche dai mutamenti della struttura dei ricavi e dei costi delle aziende, ma emergono indicazioni sulla direzione e sul peso dei cambiamenti.²⁶

Il prelievo complessivo per Irpeg e Ilor scende dal 29 per cento del 1975 al 23 per cento del 1979 e poi cresce costantemente, toccando il 38 per cento nel 1985, per tendere al 46,4 per cento nella condizione di regime.

Dal confronto tra le tavole 4 e 5 si può notare che, per quanto concerne l'onere medio, i due esercizi non mostrano differenze molto rilevanti né nei livelli né nell'evoluzione. Per quanto riguarda le aliquote marginali, l'andamento di fondo è simile, ma i valori delle aliquote sono, negli anni più lontani (1975 e 1979), abbastanza diversi, dimostrando che nel corso del tempo la struttura dei conti delle aziende si è significativamente modificata.

²⁶ Per valutare gli effetti delle modifiche apportate nel settembre 1986, l'esercizio viene esteso anche a tale anno e al 1987.

Secondo le elaborazioni presentate nella tavola 5, gran parte dell'avvicinamento alla situazione di regime (in cui l'aliquota media sarà pari al 46,4 per cento) dovrebbe aver luogo nel 1986 e nel 1987; in particolare, qualora la struttura dei conti economici restasse quella del 1985, le aliquote marginali sugli interessi dei titoli di Stato e sui ricavi tassati aumenterebbero rispettivamente di 3,2 e 2,3 punti percentuali nel 1986 e di 1,3 punti per entrambi nel 1987.

TAV. 5

Anni	1	2	3	4
1975	29,4	42,5	33,4	32,5
1979	23,5	30,7	24,3	23,2
1984	35,2	38,2	32,7	30,3
1985	38,3	40,5	39,6	32,4
1986	41,3	42,8	42,8	34,5
1987	43,4	44,1	44,1	35,9

Media ponderata dei valori delle singole aziende

- Col. 1: Aliquota media effettiva (Ipeg + Ilor)
 Col. 2: Aliquota marginale sui ricavi tassati
 Col. 3: Aliquota marginale sui ricavi esenti (titoli di Stato)
 Col. 4: Aliquota marginale sui ricavi "vecchi"

Le modifiche tributarie e quelle della struttura dei conti economici delle aziende di credito possono essere connesse confrontando le situazioni di due anni successivi in cui vi siano state variazioni della legislazione. Le tavole 6 e 7 rappresentano la sintesi di elaborazioni effettuate sui singoli conti economici relativi rispettivamente agli anni 1984 e 1985 e raggruppate per categorie giuridiche di banche. In questo modo si possono delineare più precisamente gli effetti delle misure del novembre 1984 e prevedere con più accuratezza quelli del provvedimento del settembre 1986.

Applicando la normativa vigente nel 1984 ai conti economici di tale anno si ottiene un'aliquota media di imposizione pari al 35,3 per cento (tavola 6), che varia tuttavia fra le diverse categorie giuridiche di banche, passando dal 33,6 per cento degli istituti di diritto pubblico al 40,2 per cento delle banche di interesse nazionale. Le aliquote marginali sui ricavi tassati e sui ricavi "vecchi" risultano rispettivamente pari,

in media, al 38,4 e al 30,8 per cento. Quella sui ricavi derivanti da titoli esenti acquistati dalle aziende di credito prima del novembre 1984 è pari al 33,6 per cento. Una valutazione dell'effetto immediato del decreto n. 791/1984 si può ottenere dal confronto fra quest'ultima aliquota e quella sui titoli esenti acquistati dopo la data anzidetta, che risulta in media pari al 37,4 per cento.²⁷ Il decreto ha comportato un immediato aumento del prelievo marginale sui titoli esenti di quasi quattro punti, che risulta particolarmente accentuato per le banche popolari (oltre cinque punti e mezzo) e per le casse di risparmio (oltre quattro punti e mezzo), mentre è inferiore per gli istituti di diritto pubblico e le banche di interesse nazionale (circa due punti e mezzo).

TAV. 6

Categ.	1	2	3	4	5
IST. DIR. PUBBL.	33,6	37,4	34,1	36,6	30,6
BANCHE INTER. NAZ.	40,2	41,7	39,0	41,4	35,2
BANCHE CRED. ORDIN.	35,7	39,0	34,5	38,0	31,6
BANCHE POPOLARI	36,4	38,9	31,8	37,5	30,2
CASSE DI RISPARMIO	34,0	37,3	31,2	35,8	29,1
Totale aziende	35,3	38,4	33,6	37,4	30,8

Media ponderata dei valori delle aziende della categoria

- Col. 1: Aliquota media (Ipeg + Ilor)
 Col. 2: Aliquota marginale sui ricavi tassati
 Col. 3: Aliquota marginale sui ricavi esenti ante 28 novembre 1984
 Col. 4: Aliquota marginale sui ricavi esenti post 28 novembre 1984
 Col. 5: Aliquota marginale sui ricavi "vecchi"

Si può cercare anche di individuare gli effetti che il decreto avrebbe potuto avere nel 1985 qualora la struttura dei bilanci fosse rimasta quella dell'anno precedente; a tale scopo si è ipotizzato che nel 1985 i bilanci delle aziende siano rimasti quelli dell'anno precedente, ad eccezione del ricambio dei titoli pubblici scaduti. Le aliquote marginali sui ricavi tassati e sui ricavi "vecchi" risultano, in questo caso, rispettivamente pari al 40,9 e al 33,2 per cento; quelle sui ricavi esenti ante e post decreto al 35,8 e al 40,2 per cento. A prescindere dai comportamenti e

²⁷ Si è calcolata l'aliquota sulla prima lira di ricavo sui titoli acquistati a partire dal 28 novembre 1984.

dalle reazioni delle aziende di credito, nell'arco di un anno lo scadere di parte dei titoli esenti determina pertanto un ulteriore aumento del *prelievo marginale* sui titoli dello stesso tipo, ma di nuova acquisizione, pari a circa 2,8 punti, a cui si accompagna un aumento di poco inferiore del prelievo sulle attività tassate.

Ricostruendo le *posizioni fiscali delle aziende di credito del 1985* (Tav. 7), si ottengono in realtà aliquote medie e marginali inferiori a quelle dell'esercizio appena descritto. La differenza è ascrivibile soprattutto al minor peso delle spese definite generali ai fini fiscali in rapporto ai ricavi totali. *L'impatto nel 1985 del decreto n. 791 del 1984 è stato pertanto attenuato dai cambiamenti intervenuti nella struttura dei bilanci.*

TAV. 7

CONTI ECONOMICI 1985: ALIQUOTE MEDIE E MARGINALI PER CATEGORIE GIURIDICHE E DIMENSIONALI

Categ.	1	2	3	4	5
IST. DIR. PUBBL.	37,3	40,0	34,4	39,0	32,0
BANCHE INTER. NAZ.	42,1	43,1	39,2	42,8	36,0
BANCHE CRED. ORDIN.	39,2	41,0	35,5	40,2	33,1
BANCHE POPOLARI	38,9	40,7	33,2	39,5	31,8
CASSE DI RISPARMIO	37,0	39,7	33,0	38,5	31,2
Totale aziende	38,3	40,5	34,6	39,6	32,4

Media ponderata dei valori delle aziende di categoria

- Col. 1: Aliquota media (Ipeg + Ilor)
 Col. 2: Aliquota marginale sui ricavi tassati
 Col. 3: Aliquota marginale sui ricavi esenti ante 28 novembre 1984
 Col. 4: Aliquota marginale sui ricavi esenti post 28 novembre 1984
 Col. 5: Aliquota marginale sui ricavi "vecchi"

In media, nel 1985 il prelievo sui profitti lordi supera di circa 3 punti quello dell'anno precedente (Tavv. 6 e 7). Esaminando i dati relativi alle categorie giuridiche si notano differenze non trascurabili; si passa da un incremento minimo di quasi 2 punti percentuali per le banche di interesse nazionale ad uno di 3,7 punti per gli istituti di diritto pubblico. *L'aliquota marginale* sui ricavi tassati fra il 1984 e il 1985 aumenta di 2,1 punti, quella sui ricavi "vecchi" di 1,6 punti, quelle sui ricavi esenti su titoli ante e post decreto rispettivamente di 1,0 e 2,2 punti percentuali (Tavv. 6 e 7). *Comparando l'aliquota marginale sui titoli ante decreto nel 1984 con quella dei titoli post decreto nel 1985 si rileva un aumento medio del 6 per cento*; le banche di interesse nazionale e gli istituti di diritto pubblico mostrano incrementi inferiori,

rispettivamente del 3,7 e del 4,9 per cento, le banche popolari e le casse di risparmio sopportano invece aumenti superiori, rispettivamente del 7,7 e del 7,3 per cento.

I DL 791/1984 e 556/1986 hanno, tra l'altro, *segmentato il mercato di quei titoli che fino al settembre 1986 erano esenti*. Per il trattamento fiscale delle persone giuridiche si devono infatti distinguere: a) i titoli detenuti il 28 novembre 1984 e rimasti nello stesso portafoglio (R_{EV}); b) quelli emessi prima della data anzidetta e in seguito acquisiti da una persona giuridica, ai quali si aggiungono quelli emessi fra il 28 novembre 1984 e il 19 settembre 1986 (R_{EN}); c) quelli emessi dopo quest'ultima data (che possiamo chiamare R_{EX} , anche se equivalgono ai restanti ricavi tassati).

Per mettere in luce gli effetti delle differenze di trattamento, i conti economici del 1985 sono stati utilizzati per valutare le *aliquote marginali* delle varie categorie di titoli esenti, nel 1986 e nel 1987.²⁸ Come si vede dalle tavole 7 e 8, l'aliquota marginale di R_{EV} cresce sia nel 1986 che nel 1987, ma in misura molto inferiore a quelle di R_{EN} e R_{EX} , per cui il corrispondente scarto negativo medio fra i rendimenti di R_{EV} e R_{EN} passa da 7,4 punti nel 1985, a 9 punti nel 1986 e 12,4 punti nel 1987, e quello, ancora di segno negativo, fra i rendimenti di R_{EV} e R_{EX} passa da 10 punti nel 1986 a 13 punti nel 1987.²⁹ Il *prelievo marginale* su R_{EN} resta leggermente inferiore a quello su R_{EX} ; con riferimento al 1986 si può, in particolare, osservare che *il DL n. 556 ha accresciuto il prelievo marginale sugli interessi dei titoli in precedenza esenti di quasi due terzi di punto.*

Le aziende di credito (e le altre persone giuridiche) possono determinare liberamente l'ammontare di titoli in portafoglio che danno luogo a R_{EN} e quelli che danno luogo a R_{EX} , mentre per quelli che danno luogo a R_{EV} possono agire solo in un senso, ovvero con la cessione dei titoli. *Gli scarti a favore di R_{EV} vanno pertanto considerati come una ren-*

²⁸ Conviene ricordare che le relative aliquote marginali di tassazione sono attualmente (ponendo $R_V = 0$):

$$a) \quad \frac{d\Gamma}{dR_{EV}} = t \quad \frac{R_T}{(R_T + R_{EV})^2} (IP - R_{EN} + SG)$$

$$b) \quad \frac{d\Gamma}{dR_{EN}} = t \quad \frac{R_T}{(R_T + R_{EV})}$$

$$c) \quad \frac{d\Gamma}{dR_{EX}} = t - t \quad \frac{R_{EV}}{(R_T + R_{EV})^2} (IP - R_{EN} + SG)$$

²⁹ Si tratta degli scarti definiti nel paragrafo 3.

dita temporanea a favore delle aziende di credito che detenevano titoli esenti il 28 novembre 1984; tale rendita non dovrebbe manifestarsi in un apprezzamento di questi ultimi, dato che essa scompare con la cessione dei titoli stessi. La minore aliquota marginale a cui è sottoposto R_{EN} rispetto a R_{EX} comporta un beneficio per le aziende che detenevano titoli esenti il 19 settembre 1986; in un mercato in cui le aziende di credito fossero gli unici operatori, tale beneficio dovrebbe probabilmente dar luogo, a parità di rendimenti lordi, ad un apprezzamento dei titoli emessi prima di tale data. In un mercato in cui operino anche le famiglie si può invece ritenere che, a parità di rendimenti lordi sui titoli emessi prima e dopo il 19 settembre 1986, l'apprezzamento sia superiore (dato che l'aliquota a carico delle famiglie è superiore a $dT/dR_{EX} - dT/dR_{EN}$). Le famiglie avrebbero infatti la convenienza ad acquistare dalle aziende di credito i titoli emessi prima del 19 settembre 1986 e queste ultime potrebbero alienarli, malgrado le aliquote marginali di imposizione siano per esse inferiori a quelle concernenti i titoli emessi successivamente.

TAV. 8

CONTI ECONOMICI 1985: SIMULAZIONI
PER IL 1986 E IL 1987 DELLE ALIQUOTE MARGINALI

Categ.	1	2	3	4	5	6
IST. DIR. PUBBL.	42,6	36,6	42,0	44,0	38,4	43,7
BANCHE INTER. NAZ.	44,5	40,5	44,3	45,2	41,3	45,1
BANCHE CRED. ORDIN.	42,9	37,2	42,4	44,2	38,6	43,8
BANCHE POPOLARI	42,9	34,9	42,0	44,1	36,4	43,6
CASSE DI RISPARMIO	42,2	35,1	41,4	43,7	36,8	43,2
Totale aziende	42,8	36,5	42,1	44,1	38,1	43,7

Media ponderata dei valori delle aziende della categoria
1986

Col. 1: Aliquota marginale sui ricavi tassati

Col. 2: Aliquota marginale sui ricavi esenti ante 28 novembre 1984

Col. 3: Aliquota marginale sui ricavi esenti post 28 novembre 1984 e ante 19 settembre 1986

1987

Col. 4: Aliquota marginale sui ricavi tassati

Col. 5: Aliquota marginale sui ricavi esenti ante 19 novembre 1984

Col. 6: Aliquota marginale sui ricavi esenti post 28 novembre 1984 e ante 19 settembre 1986

6. La recente modifica del regime tributario e la traslazione sui tassi d'interesse: alcune osservazioni

1. Le implicazioni del particolare regime tributario adottato per i titoli pubblici nel nostro Paese non sono sempre facilmente individuabili né necessariamente univoche, come si è visto nelle pagine precedenti. Poiché, nell'ambito di certe ipotesi di comportamento dei soggetti economici, l'esistenza di strutture di equilibrio dei tassi di interesse dipende, tra l'altro, dalla struttura dei conti economici delle imprese che investono in attività finanziarie (principalmente le banche), anche gli *effetti* delle modifiche delle imposte si esercitano, almeno in parte, attraverso quelle strutture, che contribuiscono a determinare le aliquote *marginali di imposta*³⁰ sugli interessi (e gli altri ricavi) conseguiti dalle persone giuridiche.

L'ultima modifica apportata al regime tributario dei titoli pubblici, quella del settembre 1986 (che, come si è detto, ha introdotto la "cedolare secca" sugli interessi corrisposti alle persone fisiche e ha definito "ricavi tassati" quelli ricevuti dalle persone giuridiche e da altre imprese), ha accelerato il processo, rilevato in precedenza, di avvicinamento del trattamento tributario dei titoli a una situazione di "regime", con cedolare secca per le persone fisiche e tassazione proporzionale (ad aliquota costante) per il reddito delle persone giuridiche. Soprattutto per questa ragione, oltre che per la minore complessità che il problema così assume, le recenti discussioni sull'entità della traslazione sui tassi d'interesse offerti dagli emittenti hanno trascurato le caratteristiche, ora transitorie, del prelievo sulle imprese, *ipotizzando che la situazione di "regime" sia già stata raggiunta*. Questo è l'approccio seguito da due

³⁰ BERNAREGGI (1986), a puro titolo esemplificativo della sua analisi, adotta un'aliquota effettiva di tassazione del reddito delle persone giuridiche del 20 per cento. «Rivedendo verso l'alto (dato l'aumento intercorso delle aliquote) la stima recepita nel 1981 dalla Commissione ministeriale sulla tassazione delle attività finanziarie si può valutare, limitatamente alle persone giuridiche, in circa il 20 per cento l'onere di imposta sopportato in media dagli interessi formalmente esenti» (p. 151). La Commissione ministeriale aveva ripreso tale valutazione da DI MAJO e altri (1983, p. 202); in quel lavoro, per il 1979 veniva calcolata nel 13 per cento circa l'aliquota *media* di tassazione del reddito delle banche del campione.

Per la considerazione delle convenienze relative, oggetto di questo lavoro, bisogna riferirsi alle aliquote *marginali*, calcolate per il periodo 1975-1986 (in parte presentate nelle tavole allegate al paragrafo 5), che variano, tra l'altro, in funzione di conti economici delle persone giuridiche. Se si ipotizza una situazione a regime, allora è sufficiente considerare l'aliquota (media e marginale) della tassazione del reddito di impresa (attualmente pari al 46,4 per cento circa, almeno in assenza di particolari agevolazioni, quali quelle delle casse rurali, ecc.).

recenti lavori, di Bernareggi (1986) e Spaventa (1987), in cui si confrontano una situazione con esenzione degli interessi percepiti dalle persone fisiche e tassazione del reddito delle imprese (ad aliquota fissa e senza ricavi esenti) e un'altra differente dalla prima solo per l'esistenza di una ritenuta "secca" sulle persone fisiche.

Come è stato correttamente posto in evidenza dagli autori citati, nel valutare gli effetti del provvedimento vanno considerate le differenze di comportamento dei due principali tipi di acquirenti di titoli: è infatti presumibile che, a regime, le persone fisiche formulino la loro domanda sulla base del tasso di interesse al netto della cedolare e che le persone giuridiche tengano invece conto del tasso al lordo di quest'ultima. Si può così mostrare che nell'ipotesi, non certo eccessivamente irrealistica, di offerta rigida di titoli pubblici di nuova emissione, la misura della traslazione, connessa con l'introduzione della ritenuta secca, dipende dall'elasticità delle curve di domanda (rispetto al tasso di interesse) delle persone fisiche e delle persone giuridiche, dall'entità delle aliquote di tassazione e dalla distribuzione del possesso dei titoli pubblici tra i due tipi di sottoscrittori.

Per chiarire questo aspetto, con qualche ovvia approssimazione, sembra utile ricorrere a un grafico (Fig. 1), che raffigura, in ordine, le curve di domanda (per semplicità rettilinee) delle persone fisiche, delle persone giuridiche e quella totale di titoli pubblici di nuova emissione; nella terza parte del grafico è riportata anche l'offerta (S), rigida, di titoli pubblici di nuova emissione. Le curve D_{of} , D_{og} e D_{ot} esprimono la situazione prima dell'introduzione della cedolare; le curve D_{if} e D_{ig} quella successiva alla tassazione, proporzionale, degli interessi percepiti dalle persone fisiche. In prima approssimazione si ipotizza anche che lo "stock" di titoli pubblici preesistente sia nullo. Il tasso di interesse \bar{i} è quello corrispondente alla traslazione completa.³¹ L'entità della traslazione, come si può notare, è parziale nelle ipotesi formulate.

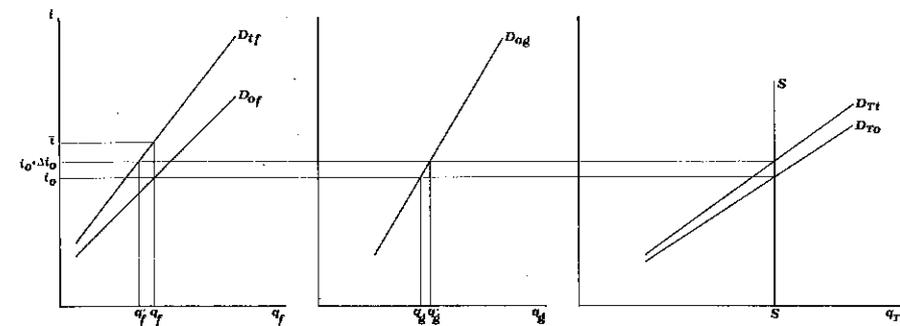
In particolare, come rileva Spaventa, la variazione del tasso di interesse sui titoli pubblici comporta una *traslazione completa* nel caso di domanda assolutamente rigida da parte delle persone giuridiche o di domanda infinitamente elastica da parte delle persone fisiche, mentre

³¹ La definizione di *traslazione completa* adottata da Spaventa è, nella nostra notazione, $t_1/1-t_1$. L'aumento del tasso di interesse idoneo a consentire una traslazione completa implica un identico tasso netto sui titoli pubblici, per le persone fisiche, prima e dopo l'imposta. Un risultato di questo tipo sembra improbabile, se la domanda delle persone giuridiche ha elasticità diversa da zero, a meno di ipotizzare "shifts" delle curve di domanda attribuibili ad altri motivi, ad esempio "psicologici".

negli altri casi la *traslazione* è generalmente solo *parziale*. Più precisamente, perché la traslazione sia parziale è sufficiente che $E_g/E_f > (1-tg)$, in cui E_g e E_f rappresentano l'elasticità della domanda di titoli delle persone giuridiche e delle persone fisiche e tg l'aliquota di imposta sulle prime. Il grado di traslazione diminuisce al crescere della proporzione della domanda di titoli assorbita dalle persone giuridiche e al crescere dell'aliquota dell'imposta sul reddito di impresa, aumenta invece con il crescere dell'aliquota dell'imposta sulle persone fisiche.

FIG. 1

EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI UNA RITENUTA SUGLI INTERESSI



Se si tiene conto dell'esistenza di uno *stock* di titoli pubblici esenti, la natura delle conclusioni non si modifica. Infatti, se gli acquirenti si indirizzano verso i titoli esenti (solo per le persone fisiche) già in circolazione, il tasso di queste attività finanziarie viene spinto verso il basso, fino a livellarsi con quello, netto, sui titoli di nuova emissione. Questo fenomeno si può esprimere nei termini della figura 1 tracciando una curva di domanda delle persone fisiche più elastica, che consente qualche guadagno di capitale ai vecchi possessori di titoli pubblici, ma lascia immutata la conclusione di una traslazione non completa, a parità di altre condizioni.

2. Si è fin qui considerata la situazione a regime, che sarà però raggiunta solo quando tutti i titoli emessi prima del 19 settembre 1986 saranno scaduti. Nel periodo "transitorio", l'individuazione degli effetti dell'introduzione della cedolare è più complessa.

Va anzitutto ricordato che la disciplina tributaria in vigore non consente l'esistenza di strutture di equilibrio dei rendimenti relativi delle attività finanziarie, almeno nelle ipotesi "ottimizzanti" considerate più indietro. Di conseguenza, gli effetti non a regime delle modifiche

non possono essere rigorosamente individuati *a priori*, almeno nell'ambito delle stesse ipotesi di struttura di mercato e di comportamento. Si possono, tuttavia, suggerire alcune indicazioni. La *variabilità*, nel periodo "transitorio", delle aliquote marginali di tassazione dei proventi finanziari conseguiti dalle persone giuridiche cambia il "quadro" sintetizzato in precedenza. In particolare, con riferimento alla figura 1, la D_{og} viene anch'essa modificata; le aliquote marginali di imposizione sono, infatti, come si è visto, funzione di diverse variabili del conto economico delle persone giuridiche (R_E , R_T , IP, SG) e, quindi, la relazione tra i e q_g andrebbe tracciata in uno spazio a più dimensioni.

Per chiarire meglio, si consideri l'effetto sul gettito tributario, determinato dall'introduzione della ritenuta e dall'eventuale variazione dei tassi di interesse:

$$(6) \quad t_i (i_0 + \Delta i_0) q'_i + \left(\frac{\delta T}{\delta R_{T_1}} dR_{T_1} - \frac{\delta T}{\delta R} dR \right)$$

in cui i_0 è il tasso di equilibrio prima della variazione tributaria, q'_i la quantità dei titoli domandati dalle persone fisiche dopo tale modifica, Δi_0 è la variazione del tasso, e il secondo addendo esprime la variazione dei tributi dovuti (per Irpeg + Ilor) dalle persone giuridiche a seguito del cambiamento del loro portafoglio indotto dal nuovo tributo (nella (6) dR esprime l'ipotesi che l'investimento nei titoli pubblici di nuova emissione, tassati, avvenga disinvestendo altre attività finanziarie con ricavi per dR). Solo se si è già raggiunta la situazione di regime $\delta T/\delta R_{T_1} = \delta T/\delta R$ e se, per semplicità, si suppone che anche $dR_{T_1} = dR$,³² la seconda parte della (6) è nulla, e la variazione del gettito è attribuibile solo alle persone fisiche, ritornando al caso precedente.

Uno spostamento verso sinistra della D_{og} è invece individuabile, con molta probabilità, in seguito al DL 556/1986: come si è detto, questo ha accelerato il processo, già avviato nel 1984, di avvicinamento alla situazione di regime. I dati considerati nel paragrafo 5 mostrano che l'*aliquota marginale* sugli interessi dei titoli pubblici è aumentata, per la media delle aziende di credito, di circa *due terzi di punto percentuale* (Tav. 8), con il passaggio di quelle poste da ricavi esenti (R_{EN}) a ricavi tassati (R_{EX}). Di conseguenza, se la D_{og} non è rigida, la stessa quantità di

³² In realtà, il più alto livello di interessi sui titoli pubblici dovrebbe comportare, anche con aliquote marginali identiche, che questo addendo sia maggiore di zero, perché l'introduzione stessa della cedolare *dovrebbe* determinare $dR_{T_1} > dR$.

titoli pubblici può essere assorbita dalle persone giuridiche con un rendimento lordo più elevato di due terzi di punto, a parità di altre condizioni. Le modifiche delle convenienze delle persone giuridiche e delle persone fisiche, il cui risultato è sintetizzato in termini di gettito nella (6), non sembrano in ogni caso tali da condurre alla traslazione completa, a meno di non ipotizzare strutture "anomale" di conto economico delle persone giuridiche maggiormente presenti nel mercato finanziario. Rispetto alla (6), va ad esempio osservato che le aliquote marginali su R_T e R_{EN} , secondo le simulazioni effettuate per il 1986 sulla base dei conti economici delle aziende di credito del 1985 sono in media rispettivamente pari al 42,8 e al 42,1 per cento. Si tratta, cioè, in *media*, di scarti ormai abbastanza piccoli e tali, perciò, da non comportare, in seguito alla ritenuta, considerevoli variazioni delle convenienze relative (con le conseguenti reazioni sulla D_{og}).

Un effetto ritenuto possibile³³ dell'introduzione della ritenuta è lo spostamento delle persone fisiche verso i depositi bancari. Sarebbero all'opera, in questo caso, due effetti di segno contrario: da un lato, l'allontanamento delle persone anzidette dai titoli pubblici eserciterebbe una spinta al rialzo dei tassi degli stessi titoli; dall'altro la conseguente maggior domanda di titoli pubblici di nuova emissione da parte delle banche sarebbe accompagnata dall'aumento dei depositi bancari che, comportando maggiori IP, incentiverebbe la ricerca di ricavi sui titoli pubblici esistenti, poiché l'aliquota marginale su R_E decresce al crescere di IP, mentre quella su R_T cresce al crescere di IP.³⁴ Quest'ultimo comportamento eserciterebbe, quindi, un effetto depressivo sui tassi dei titoli pubblici; anche in questo caso, quindi, una considerazione più completa degli effetti della tassazione porta ad attutire la portata dell'effetto dell'allontanamento delle persone fisiche dai titoli pubblici.

Nel complesso, le considerazioni, sia pure di prima approssimazione, di questo paragrafo sembrano confermare la conclusione che la traslazione della ritenuta recentemente introdotta sia molto probabilmente solo parziale. Come si è rilevato, l'entità dell'effetto sui tassi dipende anche dalle relazioni tra le poste dei conti economici delle persone giuridiche, che influenzano le convenienze relative degli investitori.

³³ Si veda BERNAREGGI (1986, p. 154).

³⁴ Le aliquote marginali su R_T variano *negativamente* al crescere di R_E e R_T e *positivamente* rispetto a (IP + SG). Quelle su R_E variano *negativamente* al crescere di R_T , R_E , e (IP + SG).

7. Conclusioni

La disciplina tributaria degli interessi dei titoli pubblici ha assunto nel nostro paese caratteristiche particolari, non solo e non tanto per l'esenzione accordata a quelli conseguiti dalle persone fisiche, ma per il meccanismo attraverso cui essi concorrono alla definizione del reddito imponibile delle imprese, e specialmente di quelle più importanti per la loro presenza nel mercato finanziario (le banche). Si è visto come l'agevolazione concessa a questi soggetti abbia importanti implicazioni sia per la determinazione del loro onere tributario complessivo, sia per l'individuazione delle convenienze relative alla detenzione di diversi tipi di attività finanziarie; anche i rendimenti relativi di equilibrio sul mercato di queste attività ne risentono. Anzi, si è dimostrato che con le strutture tributarie adottate dal 1974 al 1986 non è possibile l'esistenza di rendimenti di equilibrio, almeno nell'ipotesi dei soggetti (persone fisiche e giuridiche) che massimizzano il loro reddito in regime di concorrenza.

L'evoluzione di questo tipo di tassazione ha comportato, nel corso degli anni più recenti, una progressiva riduzione dell'agevolazione concessa alle imprese (secondo i conti economici aggregati delle aziende di credito, l'onere medio sul reddito di impresa sarebbe passato dal 31 per cento del 1975 al 23 per cento del 1979 e al 39 per cento del 1985). Anche le aliquote marginali di tassazione dei vari tipi di ricavi sulle attività finanziarie si sono andate avvicinando nel periodo più recente (nel 1975 le aliquote marginali su R_T e R_{EP} erano rispettivamente 45 e 37 per cento, nel 1979 31 e 26, e nel 1985 40 e 39 per cento), e tendono ad assumere, a regime, lo stesso valore. Quanto alle persone fisiche non imprenditori, la recente introduzione della ritenuta "secca" sugli interessi ha abolito la tradizionale esenzione dei titoli pubblici. Si è visto che molto probabilmente la ritenuta non darà luogo a una traslazione completa sul livello dei tassi di interesse.

Infine, va osservato che tali considerazioni sono basate sulle tradizionali ipotesi di comportamento degli operatori economici e che le conclusioni potrebbero essere modificate, almeno in parte, se si assumessero strutture di mercato e obiettivi di impresa di tipo diverso (ad esempio, connessi con certi tipi di oligopolio, ecc.).

A. DI MAJO - D. FRANCO

BIBLIOGRAFIA

- BERNAREGGI, G.M. (1986), "Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia", in *Economia pubblica*, pp. 151-158.
- CAVALLARI, F. - DEL GIUDICE, M. (1986), *Trattamento fiscale dei redditi di capitale in Italia e nei principali paesi OCSE*, Banca Nazionale del Lavoro, Roma.
- CENTRO EUROPA RICERCHE (1985), *La tassazione delle attività finanziarie: una vicenda non conclusa*, Rapporto n. 1, a cura di R. Paladini, Roma.
- DI MAJO, A. (1980), "Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi in Italia", in *Contributi alla ricerca economica* del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 9, Roma.
- DI MAJO, A. - PANZERI, C.M. - PISANTI, C. - ROSSI, P. (1983), "Modifiche del trattamento tributario degli interessi dei titoli pubblici e redditività delle aziende di credito (analisi di un campione di banche)", in *Contributi alla ricerca economica* del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 11, Roma, pp. 195-214. Questo lavoro era già apparso nel 1981 nei *Temi di discussione* del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 10.
- DI MAJO, A. - PEDONE, A. (1985), *Elementi di Scienza delle Finanze*, La Nuova Italia, Firenze.
- DI MAJO, A. - FRANCO, D. (1987), *Titoli pubblici e tassazione delle aziende di credito: l'esperienza italiana 1974-1986*, di prossima pubblicazione.
- FARACI, F. (1983), *Il reddito "fiscale" delle aziende di credito*, Leopardi, Palermo.
- GIANNINI, S. (1986), *Strategie di finanziamento delle imprese, decisioni di risparmio e ruolo del sistema tributario*, Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna, paper n. 24.
- MINISTERO DELLE FINANZE (1981), *Relazione al Ministro delle Finanze sulla tassazione dei redditi delle attività finanziarie*, a cura della commissione di studio presieduta da A. Pedone.
- MORETTI, E. (1986), "Attività esenti e attività tassate. Effetti delle nuove norme fiscali sulle scelte di investimento delle banche", in *Banche e banchieri*, pp. 41-48.
- SPAVENTA, L. (1987), "Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia: una nota", in *Economia Pubblica*, pp. 13-17.
- U.S. TREASURY (1984), *Tax Reform for Fairness, Simplicity, and Economic Growth* (The Treasury Department Report to the President), Washington.