

TASSAZIONE DEI TITOLI PUBBLICI
E INCENTIVO ALLA SPECULAZIONE
PER LE IMPRESE

Massimo Matteuzzi

Dicembre 1988

N. 65

Ringrazio gli amici Paolo Bosi, Filippo Cavazzuti, Vincenzo De Nicolò, Adriano Di Pietro, Chiara Fornasari e Stefano Poggi che mi hanno dato preziosi suggerimenti nel discutere i problemi affrontati in questo lavoro.

TASSAZIONE DEI TITOLI PUBBLICI E INCENTIVI ALLA SPECULAZIONE PER LE IMPRESE

Il DPR. 791 del 28.11.1984 apportò sostanziali modifiche al previgente regime di deducibilità degli interessi passivi in materia di determinazione del reddito di impresa, tese a fare cessare deprecabili comportamenti speculativi, consistenti nel ricorso al prestito per finanziare l'acquisto di titoli del debito pubblico, allora esenti. Prima del provvedimento la deduzione degli interessi passivi era ammessa solo nei limiti dell'incidenza dei ricavi tassati sui ricavi complessivi. Tali limiti si erano tuttavia rivelati insufficienti ad impedire che risultasse vantaggioso contrarre un debito per finanziare l'acquisto di titoli pubblici, nonostante una differenza negativa tra tassi attivi e tassi passivi.

Il DPR. 791 ha pertanto assai opportunamente ristretto l'ambito di applicazione della deducibilità pro-rata¹ degli interessi passivi alla eventuale eccedenza di questi ultimi sugli interessi attivi esenti, disponendo al tempo stesso la totale indeducibilità dei medesimi per la quota fino a concorso degli interessi attivi esenti.

In tal modo si introdusse un regime di tassazione di fatto dei titoli pubblici, anche se limitatamente alle imprese che avessero nel proprio conto economico interessi passivi, con un trattamento fiscale differenziato in base al rapporto tra interessi passivi e interessi attivi esenti.

Anche se sotto tale profilo il provvedimento poteva destare fondate perplessità², non vi è dubbio che la sua efficacia in relazione all'obiettivo perseguito, l'eliminazione di ogni incentivo fiscale alla speculazione in titoli pubblici, fu del tutto ineccepibile.

Il DL.556 del 19 settembre 1986 ha eliminato il regime di esenzione degli interessi sulle obbligazioni pubbliche, estendendo a questi redditi quanto già previsto per le obbligazioni private, cioè la ritenuta a titolo di acconto per le persone giuridiche e

un regime sostitutivo per le persone fisiche. Se per le società di capitali e le altre persone giuridiche il provvedimento ha reso trasparente un regime fiscale che poteva risultare già di fatto pienamente operante sui rendimenti dei titoli pubblici, per le società di persona e le imprese individuali ha determinato effetti talvolta ben più rilevanti, che possono configurare un alleggerimento notevole del prelievo fiscale. Ciò è accaduto nei confronti dei rendimenti dei titoli pubblici acquistati attingendo al credito. In tal caso, mentre nessuna modifica tributaria rilevante ha interessato le persone giuridiche³, per le altre imprese si è passati da una tassazione piena (ILOR+IRPEF) dei suddetti introiti ad una cedolare secca del 6,25% per il periodo dal 19.9.86 al 24.9.1987, elevata da quest'ultima data al 12.50%. Quindi, tenendo conto che l'aliquota dell'ILOR è del 16,2% e che le aliquote dell'IRPEF variano dal 6 al 62%, si sono determinati nel caso in esame riduzioni delle aliquote fiscali da un minimo di 8,7 ad un massimo di 62 punti percentuali.

Non si vuole entrare nel merito sull'opportunità di prevedere un regime sostitutivo sugli interessi del debito pubblico percepiti dalle imprese senza personalità giuridica, che tende peraltro ad uniformare il trattamento fiscale degli interessi sulle attività finanziarie detenute dalle persone fisiche, ma, molto più semplicemente rimarcare la ricomparsa, in termini addirittura più evidenti, di un fattore distorsivo che favorisce una doppia intermediazione nel mercato dei titoli pubblici, quando l'investitore finale è un'impresa il cui reddito ricade nel regime dell'IRPEF.

Si illustrerà infatti, nella sez.2, come in tal caso la disciplina fiscale della deducibilità degli interessi passivi, prevista dal DPR.597/73, e ribadita in larga sostanza dall'art. 63 del T.U.I.R., abbia ripristinato, dopo il 20 settembre 1986, la sistematica convenienza all'indebitamento per finanziare l'acquisto di titoli pubblici, segnando la rinuncia ad un correttivo che il legislatore aveva precedentemente introdotto.

Si vedrà anche, sez. 3, come il regime previgente al DPR. 791/84,

le cui carenze stimolarono il legislatore ad emanare il provvedimento, ponesse limiti precisi all'attività speculativa qui discussa, che nell'attuale regime sono completamente venuti meno. Si dedicherà la sez.4 a brevi osservazioni sulla rilevanza empirica del fenomeno e la sez. 5 ad alcune considerazioni conclusive. Si sottolineerà tra l'altro l'opportunità di reintrodurre correttivi adeguati, per ripristinare il conseguimento degli obiettivi realizzati, efficacemente ma solo transitoriamente, con il DPR.791/84.

2. Si consideri un'impresa individuale, che tenga contabilità ordinaria. Si supponga che, dall'inizio del quarto trimestre del 1986, abbia attinto sistematicamente al prestito bancario per finanziare la sottoscrizione di BOT trimestrali, rinnovando l'investimento ad ogni scadenza. Si supponga anche che il capitale investito resti costante, e si modifichino esclusivamente i relativi tassi di rendimento r_a , nonché i tassi passivi pagati sui prestiti bancari r_p .

Se indichiamo con R i ricavi che concorrono alla determinazione del reddito dell'impresa, con C i costi direttamente imputabili, con A le spese generali e gli altri oneri non ripartibili, con t_1 e t_p le aliquote rispettive dell'ILOR e dell'IRPEF che gravano sul reddito di impresa, per ipotesi l'unico percepito dall'imprenditore, con D le deduzioni dall'imponibili ILOR, con t_k l'aliquota dell'imposta sostitutiva che grava sugli interessi dei titoli del debito pubblico, l'utile di quell'imprenditore, U_m , al netto delle relative imposte, risulta:

$$(1) \quad U_m = (R-C-A-r_p K)(1-t_1)(1-t_p) + t_1(1-t_p)D + r_a(1-t_k)K$$

Si è supposta la totale deducibilità delle spese generali, in relazione all'ipotesi di assenza di proventi esenti.

Va d'altra parte ricordato che, in seguito alla tassazione degli interessi dei titoli pubblici, il loro ammontare non ne influenza la quota deducibile, in quanto sia l'art.58 del DPR.597, sia l'art.63 del T.U.I.R. dispongono che nel calcolo del rapporto di

deducibilità vadano esclusi i proventi soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta⁴.

Il tasso marginale di rendimento netto del ricorso al credito per finanziare la sottoscrizione di titoli pubblici, fino a quando l'utile fiscale è positivo ($R-C-A-r_p > 0$), sarà pertanto dato da:

$$(2) \quad dU_r/dK = r_a(1-t_k) - r_p(1-t_1)(1-t_m)$$

Nella tab.1 abbiamo riportato la serie dei tassi di rendimento sui BOT a tre mesi sottoscritti nel primo mese degli otto trimestri dal 1.10.86 al 30.9.88, le medie trimestrali dei tassi mensili "minimi sui prestiti" nonché la differenza tra tassi attivi e passivi al netto delle imposte rispettivamente sui rendimenti attivi e di quelle deducibili a fronte degli interessi passivi imputabili. La terza colonna della tabella illustra il tasso di rendimento netto ottenibile dall'operatore "famiglie", mentre nelle ultime quattro colonne vengono riportati i tassi di rendimento netti conseguiti da imprese soggette al regime IRPEF, con redditi compresi rispettivamente tra 11 e 28, 28 e 50, 50 e 100, 150 e 300 milioni.

Tab.1. Tasso di rendimento lordo e netto di un'operazione speculativa in BOT a tre mesi ottenuto da "famiglie" e imprese soggette al regime IRPEF.

TRIM.	r_m	r_p	$r_m(1-t_m)-r_p$	R E D D I T O			
				$r_m(1-t_m)-r_p(1-t_u)(1-t_p)$			
				11-28	28-50	50-100	150-300
4/86	10,79	12,71	-2,59	2,34	3,08	3,83	5,11
1/87	10,81	12,30	-2,17	2,61	3,29	4,05	5,29
2/87	10,23	11,66	-2,07	2,46	3,14	3,82	5,00
3/87	11,21	11,86	-1,35	3,25	3,95	4,65	5,84
4/87	11,89	12,42	-2,02	2,81	3,53	4,26	5,51
1/88	11,36	12,04	-2,10	2,57	3,28	3,99	5,20
2/88	10,65	11,86	-2,54	2,06	2,76	3,46	4,65
3/88	11,48	12,17	-2,12	2,48	3,32	4,02	5,25

Fonte: Prometeia- r_m -tassi di rendimento sui BOT a tre mesi(media delle due aste del mese); r_p =tassi minimi sugli impieghi(medie trimestrali dei tassi mensili). Il tasso minimo sugli impieghi è quello applicato in almeno 30 casi agli scoperti di c/c in lire, non garantiti, di clientela ordinaria residente.

I dati riportati mettono in chiara evidenza che l'operazione speculativa esaminata, mentre determina una perdita sistematica per l'operatore "famiglie", che varia nel biennio considerato tra l'1,35 e il 2,59%, garantisce un tasso di rendimento netto alle "imprese" costantemente positivo. Esso va da un minimo del 2% nel secondo trimestre del 1988 per utili compresi tra 11 e 28 milioni, ad un massimo del 5,84% nel terzo trimestre del 1987 per utili compresi tra i 150 e i 300 milioni. Inoltre, anche per valori dell'utile non particolarmente elevati, ma superiori a 28 milioni, il tasso di rendimento dell'operazione si mantiene tra il 2,8 e il 4%.

Pertanto la possibilità di conseguire dall'operazione speculativa

un rendimento netto positivo è riservata alle "imprese" ed è totalmente riconducibile ad un fattore distorsivo fiscale, e cioè la completa deducibilità ai fini ILOR e IRPEF degli interessi passivi, a fronte di una tassazione sostitutiva con aliquota del 6,25% nei primi quattro trimestri e del 12,50% nei secondi quattro del biennio considerato.

3. Com'è noto un analogo distorsivo fiscale ha operato senza soluzioni di continuità nei primi quattro anni di questo decennio, e, anche se vi erano buoni motivi per ritenere che il fenomeno in concreto avesse interessato in particolare le società di capitali, il legislatore estese l'efficacia del correttivo predisposto con il decreto 791/84 a tutte le imprese. Il DL. 556/86, nel differenziare il trattamento tributario degli interessi sui titoli pubblici delle persone giuridiche da quello delle persone fisiche, se da un lato ha confermato il venir meno di ogni vantaggio delle prime nelle operazioni speculative qui esaminate, dall'altro ha ripristinato un incentivo fiscale per le imprese soggette al regime dell'IRPEF.

Si può anzi sostenere che il fattore distorsivo operante fino al 28.11.84 fosse sotto certi aspetti meno efficace di quello oggi esistente. All'approfondimento di questo aspetto è dedicata la presente sezione.

L'utile netto di un'impresa tassata in base a bilancio sulla base delle normativa vigente fino al 28.11.84, ferma restando la ipotesi di ricorso al prestito per acquistare titoli pubblici risulta:

$$(1 \text{ bis}) U_n = R - C - A - r_p K + r_m K - [R - c - \sigma(A - r_p K)][t_1 + t_p(1 - t_1)] + t_1 D(1 - t_p).$$

Il significato dei simboli è il medesimo illustrato precedentemente, ma si è tenuto conto anche del coefficiente di deducibilità degli interessi passivi e degli altri costi non direttamente imputabili, σ , che corrisponde al rapporto tra ricavi che concorrono al reddito di impresa e ricavi complessivi. Poiché i titoli pubblici sono nel regime ora considerato esenti,

nell'ipotesi di assenza di altri proventi esenti possiamo indicare σ c.s.:

$$\sigma = R/(R+r_a K)$$

Il tasso di rendimento netto di un investimento in titoli pubblici finanziato con il ricorso al prestito è pertanto:

$$(2 \text{ bis}) \quad dU_n/dK = r_a - r_p(1-\sigma^2 t_m) - t_m \sigma^2 r_a \beta,$$

in cui abbiamo indicato con t_m l'aliquota di tassazione del reddito di impresa comprensiva di ILOR e IRPEF, $t_m = t_1 + t_p(1-t_1)$, e con β l'incidenza dei costi non soggetti a imputazione specifica (A) sui ricavi tassati.

E' facile riscontrare come il tasso marginale di rendimento netto indicato con la (2 bis) sia a sua volta costantemente positivo per tutti i valori dei tassi attivi e passivi registrati dal 1981 a oggi, purchè il coefficiente σ non scenda al disotto di certi livelli.

Volendo fare un confronto tra i distorsivi potenziali del passato regime, con quelli effettivamente operanti dal settembre del 1986 in poi limitatamente alle sole imprese soggette al regime IRPEF, possiamo sottrarre dalla (2) la (2 bis) e otteniamo:

$$(3) \quad \mu = r_p(1-\sigma^2) + t_m \sigma^2 r_a \beta - r_a t_k$$

che esprime la variazione del tasso marginale di rendimento dell'acquisto di titoli pubblici finanziato con prestiti bancari riscontrabile nel regime successivo al DPR.556/86 rispetto a quello anteriore al 28.11.84.

In base alla (3) è possibile calcolare per quali valori della incidenza degli interessi sul debito pubblico rispetto ai ricavi complessivi il nuovo regime comporta un'accentuazione dell'incentivo a speculare in BOT. Tali valori sono riportati nella tab. 2:

Tab. 2 Incidenza degli interessi dei titoli pubblici sui ricavi complessivi
al disopra dei quali l'attuale regime ha accentuato l'incentivo alla speculazione?

TRIM.	R E D D I T I			
	11-28	28-50	50-100	150-300
4/86	5,05	4,07	3,32	2,38
1/87	5,24	4,22	3,44	2,47
2/87	5,23	4,21	3,44	2,47
3/87	5,77	4,57	3,72	2,68
4/87	14,77	12,30	10,46	8,19
1/88	14,52	12,31	10,30	8,06
2/88	13,73	11,45	9,75	7,64
3/88	14,51	12,10	10,29	8,06

I dati riportati nella tab. 2 mettono in evidenza come, soprattutto nei primi quattro trimestri del biennio considerato e in particolare per le imprese con aliquote IRPEF elevate, si è registrata una accentuazione degli incentivi anche in corrispondenza di valori netti contenuti dell'incidenza degli interessi sui titoli rispetto ai ricavi complessivi. E' infatti sufficiente supporre che tale incidenza sia nei vari trimestri e per le diverse aliquote considerate maggiore ad un valore che varia da caso a caso tra il 2,5 e il 5,8%, per fare registrare un aumento della convenienza ad indebitarsi per acquistare titoli pubblici. La situazione si modifica nell'ultimo anno del periodo considerato, in cui tale valore sale e si colloca tra il 7,6 e il 14,8%, per effetto dell'aumento dell'aliquota fiscale sugli interessi dei titoli pubblici.

Tuttavia, l'aspetto più significativo del confronto, indipendentemente da ogni considerazione sulla rilevanza empirica degli ipotetici valori di $1-\sigma$, consiste nel fatto che mentre nel passato regime l'acquisto di titoli pubblici si rifletteva negativamente sul coefficiente di deducibilità degli interessi passivi e degli

altri costi non direttamente imputabili, attualmente ciò non accade più.

Pertanto è venuto totalmente a mancare un meccanismo che riduceva progressivamente il tasso di rendimento netto dell'operazione speculativa, fino ad annullarlo del tutto, ponendo in tal modo un limite superiore alla convenienza del ricorso al prestito per investire in titoli pubblici, limite che oggi, da un punto di vista strettamente fiscale, è del tutto assente. L'unico limite rimasto è la capienza dell'imponibile a fini fiscali, che si riduce progressivamente per effetto degli interessi passivi imputati, fino ad annullarsi del tutto.

4. Non sappiamo se e in che misura il DL. 556 del 19.9.86 abbia determinato la ripresa di doppie intermediazioni nella sottoscrizione di titoli pubblici in relazione al riemergere di comportamenti speculativi che il DPR. 791/84 aveva certamente ostacolato. La considerazione che le imprese soggette a IRPEF di solito non affiancano una sistematica gestione finanziaria a quella commerciale o industriale caratteristica potrebbe indurci a ritenere che il fenomeno assuma proporzioni in concreto trascurabili.

Non si deve però dimenticare, per non incorrere in errate valutazioni, sia che grandi holding finanziarie sono costituite in forma di società di persone, sia che possono essere le stesse società di capitali ad operare attraverso società di persone da esse controllate, anche se la partecipazione di società di capitali in società di persone risulta di assai dubbia legittimità, come conferma la recente giurisprudenza di cassazione.

Del resto l'esistenza di fenomeni speculativi in forme più o meno analoghe a quelle qui considerate è comprovata da una recente circolare della Banca d'Italia, rivolta prevalentemente alle operazioni di pronti contro termine.

Con tali disposizioni l'Istituto di vigilanza ha fatto ricadere negli obblighi di riserva obbligatoria, assimilandole ad una raccolta di fondi, quelle operazioni tese a liquidare, anche se transitoriamente settori del portafoglio titoli, per consentire un aumento degli impieghi.

Tra le operazioni esplicitamente indicate dalla circolare figura: "la vendita a fermo di titoli alla clientela e la contestuale concessione di una linea di credito per anticipazione alla stessa controparte di importo correlato al valore nominale dei medesimi titoli assunti a garanzia del prestito ad un tasso prefissato inferiore a quelli normalmente applicati alle usuali operazioni di impiego"⁹.

Tale operazione, sotto il profilo strettamente finanziario, consente al cliente di ottenere un finanziamento a tasso agevolato dando a garanzia un bene per il quale, nel caso di vendita a termine, non è ancora stato pagato il relativo prezzo; all'istituto di credito garantiva, prima della circolare citata, un costo della raccolta basso, in quanto rendeva possibile una dilatazione degli impieghi eludendo i vincoli della riserva obbligatoria.

Se poi il cliente è una impresa, oppure opera attraverso una società, soggetta al regime IRPEF, ai vantaggi finanziari se ne aggiungono altri di carattere strettamente economico, consistenti nella possibilità di lucrare un utile netto ponendo a carico del bilancio pubblico una posta che compensa ampiamente la differenza tra i tassi attivi e quelli passivi.

5. Indipendentemente dalla rilevanza empirica del problema qui sollevato, una sua soluzione sotto il profilo dell'ordinamento tributario pare auspicabile.

Il correttivo più naturale, ed al tempo stesso meno traumatico rispetto all'attuale regime, consiste in un'estensione dell'efficacia del disposto del DPR.791/84, oggi limitata agli interessi dei titoli esenti acquistati dopo il 28.11.84, a tutti gli interessi e proventi assoggettati a ritenuta alla fonte a titolo di imposta.

Più precisamente occorrerebbe elevare la quota di interessi passivi indeducibile di un ammontare pari agli interessi attivi e altri proventi soggetti a regime sostitutivo al netto delle rispettive ritenute a titolo di imposta⁹.

Come si vede si tratta di un correttivo che fa salva la volontà

del legislatore di differenziare il regime fiscale sugli interessi delle obbligazioni, pubbliche e private, e sui rendimenti di altre attività finanziarie in base al tipo di soggetto percettore; al tempo stesso annulla, coerentemente a quanto disposto dal DPR.791/84 in relazione agli interessi dei titoli pubblici allora esenti, ogni incentivo a speculare in attività finanziarie nei casi in cui gli interessi passivi ricadano nel regime del reddito di impresa e gli interessi e gli altri proventi attivi in un regime sostitutivo¹⁰.

La misura dovrebbe poi espletare i suoi effetti non solo nei confronti delle imprese e delle società di persona che effettuano direttamente l'operazione speculativa, ma anche di quelle società di persona o di capitali che operino attraverso l'intermediazione di una società di persona, coerentemente alla circolare interpretativa n. 4, del 18 febbraio 1986, che l'allora Ministro delle finanze Visentini emanò in relazione al DPR.791/84, proprio per evitare comportamenti elusivi.

Ovviamente sono pensabili, in alternativa a quella proposta, modifiche più strutturali dell'ordinamento vigente, che vanno dall'estensione della ritenuta d'acconto, oggi prevista per le sole persone giuridiche, agli interessi percepiti da tutte le imprese¹¹, o addirittura da tutte le persone fisiche.

Quest'ultima soluzione, oltre a realizzare una completa uniformità del regime fiscale delle obbligazioni detenute dai vari tipi di soggetti, segnerebbe un passo molto più deciso verso l'eliminazione di una delle principali forme di erosione della base dell'imposta personale, che andrebbe inevitabilmente estesa dai rendimenti delle obbligazioni pubbliche e private a quello di altre attività finanziarie.

L'attuale segmentazione del mercato, dovuta alla diversità di trattamento fiscale delle persone fisiche e delle persone giuridiche dovrebbe in teoria implicare, come è stato a suo tempo dimostrato, che l'operazione potrebbe avvenire con una riduzione di costo per l'erario¹². Tuttavia, la limitata quota di domanda di titoli delle società di capitali, qualora non se ne preveda un'assai rilevante possibilità di estensione, potrebbe limitare

fortemente tale riduzione. E' inoltre evidente che a fronte di un aumento dei rendimenti lordi dei titoli pubblici per compensare la potenziale caduta di domanda conseguente all'aumento della tassazione, si avrebbe una redistribuzione della domanda stessa, non solo a favore della quota posseduta dalle persone giuridiche, ma anche di quella posseduta dalle persone fisiche con aliquote marginali più basse.

Ma un approfondimento di tali aspetti travalica ampiamente gli obiettivi di questo lavoro.

Riferimenti bibliografici

- Bernareggi G.M.(1986), Effetti della tassazione dei titoli pubblici, in Economia Pubblica, n.4-5, pp.151-158.
- Bernareggi G.M.(1987), Nota aggiuntiva sul tema della tassazione dei titoli pubblici, in Economia Pubblica, n.9-10, pp.427-435.
- Denicolò V. (1987), Effetti sulla tassazione dei titoli pubblici sul bilancio dello stato, in Politica Economica, n.2, pp.239-258.
- Di Maio A, Franco D.(1987), Gli effetti delle imposte sulla convenienza a detenere titoli pubblici in Italia(1974-1986), in Moneta e Credito, 157, pp.75-103.
- Galli G.(1987), La tassazione dei titoli pubblici in Italia: effetti distributivi e macroeconomici, in Economia Pubblica, n.7-8, pp.335-342.
- Guerra M.C.(1985), I titoli pubblici delle imprese: quale tassazione?, in Politica e economia, n.3, pp.63-66.
- Matteuzzi M.(1985), Vecchi e nuovi problemi nella tassazione delle società di capitali con redditi esenti, in Bancaria, n.3, pp.305-319.
- Spaventa L.(1987), Osservazioni sulla tassazione dei titoli pubblici: una nota, in Economia Pubblica, n.1-2, pp.13-17.

Note

1. Per un'illustrazione accurata dei limiti alla deducibilità degli interessi passivi nel reddito di impresa e per un'analisi della convenienza a detenere titoli pubblici in tutto il periodo 1974-1986, cfr. Di Maio e Franco (1987)
2. cfr. Guerra (1985).
3. L'unica differenza riguarda i tempi della tassazione, in relazione al versamento della ritenuta di acconto al momento del percepimento degli interessi. Quanto all'ammontare della imposta dovuta non si è avuta alcuna variazione, in quanto nel caso esaminato gli interessi sui titoli concorrevano completamente all'utile fiscale per effetto del disposto del D.P.R. 791/84.
4. A ben guardare già con la legge di conversione del DPR. 791/84, l. 6 del 25.1.85, si dispose che non si tenesse conto ai fini del rapporto di deducibilità "dell'ammontare degli interessi e dei proventi corrispondente all'ammontare degli interessi non ammessi in detrazione" per effetto del provvedimento.
5. Da calcoli effettuati relativamente ad un periodo in cui il regime considerato nella (2) era effettivamente vigente (1981-1984), riferiti alle aliquote delle società di capitali $[t_m = t_1 + t_1 r_{p, m} (1 - t_1)] = 0,46368$, si riscontra che il tasso di rendimento netto è sempre positivo per $1 - \sigma < 30\%$. Cfr. Matteuzzi (1985).
6. $\mu > 0$, per $\sigma < \frac{r_{p, m} - r_{a, m}}{r_{p, m} - t_m r_{a, m}}$
7. Si è assunta un'incidenza delle spese generali sui ricavi imponibili pari al 5%.
8. Circolare n. 011784 del 20.7.1988. Vedine gli ampi stralci pubblicati in "Il sole-24 ore" del 15.9.88, p. 16 e l'interessante articolo di commento di Carlo Bastianin.
9. Il punto 3 dell'art. 63 del T.U.I.R. potrebbe essere riformulato nei seguenti termini:
"Se nell'esercizio sono stati conseguiti interessi o altri proventi esenti da imposta derivanti da obbligazioni pubbliche o private sottoscritte, acquistate o ricevute in usufrutto o pegno a decorrere dal 28 novembre 1984 o da cedole acquistate separata-

mente dai titoli a decorrere dalla stessa data, oppure interessi o altri proventi soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta, gli interessi passivi non sono ammessi in deduzione fino a concorrenza della somma dell'ammontare degli interessi e proventi esenti e dell'ammontare degli interessi al netto delle relative ritenute alla fonte a titolo di imposta.[...]".

Le modifiche qui proposte consistono nell'aggiunta delle parole scritte in corsivo

10. Infatti, in seguito alle modifiche qui proposte, l'utile netto diviene:

$$U_n = \{R - C - A - [r_p - r_a(1 - t_k)]k\}(1 - t_i)(1 - t_p) + t_i(1 - t_p)D,$$

la cui derivata rispetto a K è:

$$dU_n/dK = r_a(1 - t_k)(1 - t_i)(1 - t_p) - r_p(1 - t_i)(1 - t_p),$$

che risulta positiva solo se

$$r_a(1 - t_k) > r_p.$$

La condizione di redditività positiva dell'operazione speculativa è pertanto la medesima che vale per le "famiglie".

11. Questa soluzione che farebbe venir meno l'attuale demarcazione tra ritenuta a titolo di acconto o a titolo di imposta a seconda che il contribuente sia persona giuridica o persona fisica, potrebbe lasciare qualche residuo margine di elusione rispetto alla eliminazione completa del regime sostitutivo su tali tipi di redditi. Un possibile esempio è il seguente:

Una società di capitali, a ristretta base azionaria, o comunque controllata da uno o pochi soggetti, ottiene un fido in virtù del suo capitale netto e delle altre garanzie, tra le quali una fidejussione di una persona fisica, lo stesso azionista di controllo della società, il quale potrebbe possedere titoli di Stato acquistati con i mezzi della società, e pertanto attingendo al medesimo scoperto di conto corrente.

12. Su questo punto cfr. l'interessante lavoro di Bernareggi(1986); l'approfondimento del problema di Spaventa(1987) e la sua soluzione in termini generali di Denicolò(1987). Cfr. anche i successivi lavori di Galli(1987) e Bernareggi(1987).