

NEUTRALITA' E RIFORMA DEL SISTEMA TRIBUTARIO
NEL TRATTAMENTO DEI REDDITI DA CAPITALE

Silvia Giannini

Maggio 1988

N. 49

Neutralità e riforma del sistema tributario nel trattamento dei redditi da capitale*.

Silvia Giannini

Introduzione.

- 1.1 Definizioni di neutralità.
 - 1.2 Il modello.
 - 1.3 Le decisioni di finanziamento.
 - 1.4 Il "cuneo" complessivo di imposta.
 - 1.5 La neutralità nei confronti delle modalità di finanziamento.
 - 1.6 Le condizioni generali di neutralità.
 - 1.7 Una visione di insieme.
-
- 2.1 La tassazione dei redditi da capitale in Italia.
 - 2.2 Una stima empirica.
 - 2.3 Concludendo: quali possibili riforme?
 - 2.3.1 La riforma della tassazione delle società.
 - 2.3.2 La riforma della tassazione personale dei redditi delle attività finanziarie.

*L'autore ringrazia Paolo Bosi e Filippo Cavazzuti per gli utili suggerimenti forniti nella stesura di questo lavoro, di cui resta, ovviamente, unico responsabile.

La ricerca si avvale dei contributi del Ministero della Pubblica Istruzione e fa parte di una più ampia monografia che l'autore ha in preparazione per i tipi della Casa Editrice Il Mulino.

Introduzione.

L'elevato livello del prelievo tributario nei diversi paesi industrializzati ha stimolato, negli anni più recenti, una rinnovata attenzione per il contenuto di efficienza e di equità, nonché per la trasparenza e il grado di semplicità dei sistemi tributari vigenti.

Anche in conseguenza di ciò, in molti paesi (Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, solo per fare alcuni esempi) sono state avanzate diverse proposte di riforma, talvolta concretizzatesi in più o meno radicali mutamenti dell'ordinamento esistente. L'obiettivo comune, almeno come istanza di partenza, è stato in ogni caso quello di rendere più "neutrale" il sistema tributario, in quanto si sostiene che dal punto di vista allocativo esso non debba alterare il comportamento degli operatori economici, pena una perdita di efficienza. Un sistema tributario più neutrale è, inoltre, più equo, più semplice e, anche, meno costoso da amministrare in quanto non comporta l'adozione di provvedimenti ad hoc, volti a ridurre la convenienza fiscale di operazioni di arbitraggio intraprese al solo scopo di eludere il pagamento delle imposte.

Ma cosa si intende con il termine "neutralità"? Fino a che punto si può dire che, ad esempio, il sistema tributario concretamente adottato in Italia soddisfa o meno questo requisito? Cosa, in caso, dovrebbe essere modificato, per andare nella direzione di una maggiore neutralità del medesimo? Possono essere utili, a questo proposito, piccole

modifiche del sistema vigente o sarebbe più opportuno pensare a radicali riforme?

E' obiettivo di questo lavoro tentare di fornire una risposta a questi quesiti relativamente ad un comparto nient'affatto trascurabile delle imposte dirette in Italia: quello relativo alla tassazione dei redditi da capitale nel settore societario. Dato che verrà tenuta presente non solo la tassazione dei redditi in testa alla società, ma anche quella personale dei redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie necessità di finanziamento, l'analisi che segue riguarda aspetti relativi alla quasi totalità delle imposte che compongono il prelievo diretto in Italia: l'imposta locale sui redditi (Ilor), l'imposta sul reddito delle persone giuridiche (Irpeg), l'imposta sul reddito delle persone fisiche (Irpef) e l'imposta sostitutiva sugli interessi.

Il lavoro è organizzato come segue.

Nel paragrafo 1.1 viene analizzato il significato del termine "neutralità" relativamente alla tassazione dei redditi provenienti da un progetto di investimento da parte di una impresa. L'apparato concettuale sviluppato nei tre successivi paragrafi (1.2, 1.3, 1.4) ed indirizzato ad individuare quegli aspetti della normativa tributaria che concorrono a determinare un divario fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio nel settore societario, servirà ad individuare le condizioni che un sistema tributario deve rispettare al fine di essere neutrale, in

ciascuna delle accezioni precedentemente definite. Queste condizioni sono analizzate e discusse nei paragrafi 1.5, 1.6 e 1.7.

La seconda parte del lavoro prende le mosse dall'ordinamento tributario vigente in Italia. Dopo una breve sintesi (paragrafo 2.1) dei principali aspetti della normativa in grado di influenzare le decisioni di risparmio e di investimento di famiglie e imprese, viene fornita (paragrafo 2.2) una stima empirica delle principali "non neutralità" implicite nel sistema vigente e vengono discusse (paragrafo 2.3) alcune ipotesi di riforma relativamente alla tassazione sia delle società di capitali, sia dei redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie esigenze di finanziamento degli investimenti. L'attenzione è rivolta agli effetti di lungo periodo e prescinde dai problemi, certamente delicati, che sorgono nella fase di passaggio da uno ad altro ordinamento.

1.1 Definizioni di neutralità.

Per riempire di contenuto il termine "neutralità" assumeremo di essere in un mondo estremamente semplificato per tutto ciò che non riguarda esplicitamente il sistema tributario: i mercati sono perfettamente competitivi, non vi sono costi di transazione, non esiste rischio, né incertezza.

E' evidente che in un mondo così stilizzato non vi è, in assenza di tassazione, alcun divario fra il rendimento percentuale che deriva, al netto dell'ammortamento, dall'investimento in una attività reale e quello con cui può essere remunerato colui che presta, in ultima istanza, all'impresa i fondi necessari per finanziare l'investimento medesimo: nel caso di un progetto di investimento marginale, su cui non sono guadagnati extra-profitti, i due rendimenti coincidono.

La presenza di imposte, commisurate sia ai redditi delle società, sia a quelli individuali percepiti dal risparmiatore che ha finanziato il progetto di investimento ha, in genere, l'effetto di produrre un divario fra il saggio di rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio. L'entità di questo "cuneo" di imposta, inoltre, varia solitamente in funzione di molteplici fattori: il tipo di bene capitale (e soprattutto la sua durata economica); il settore di attività in cui viene effettuato l'investimento; la fonte di finanziamento utilizzata; la natura giuridica sia dell'impresa che effettua l'investimento (una società di capitali o una società semplice?), sia del sottoscrittore dei titoli dell'impresa (una persona fisica o una persona giuridica?); infine, il circuito finanziario di volta in volta attivato (intermediazione creditizia, attraverso investitori istituzionali, etc.).

La definizione più generale di neutralità comporta che in presenza di imposte continui a non esservi, così come accade in assenza di tassazione, alcun divario fra il rendimento lordo sull'investimento marginale e quello netto sul risparmio che l'ha finanziato. Ciò, inoltre, deve valere indipendentemente da ciascuno dei fattori, precedentemente ricordati, che contribuiscono a caratterizzare un progetto di investimento. Solo in questo modo, infatti, non verrebbero alterate le scelte intertemporali degli operatori (il tasso marginale di trasformazione fra produzione presente e futura coinciderebbe infatti con il tasso marginale di sostituzione fra consumo presente e futuro), né vi sarebbe incentivo a preferire un tipo di bene capitale ad un altro, una particolare fonte o circuito di finanziamento, una determinata forma societaria e così via.

Affinché siano congiuntamente soddisfatti tutti questi requisiti, il sistema tributario deve evidentemente assumere caratteristiche particolari, che si discostano da quelle che usualmente caratterizzano i sistemi tributari vigenti. E' cosa nota, ad esempio, che è sufficiente la presenza di un sistema di tassazione personale che adotta come base imponibile il reddito (e non la spesa), per introdurre un "cuneo" fra il rendimento lordo sull'investimento marginale e quello netto con cui è remunerato il risparmiatore finale. Nonostante la presenza di questo "cuneo", il sistema tributario potrebbe tuttavia essere tale da non provocare alcuna distorsione fra fonti e

circuiti alternativi di finanziamento, fra l'investimento in diversi settori o beni capitali, fra forme giuridiche alternative di società. La normativa fiscale, in questo caso, non creerebbe distorsioni nella allocazione del capitale reale e finanziario fra usi alternativi, mentre modificherebbe le scelte intertemporali degli operatori.

1.2 Il modello

Il modello che segue ha lo scopo di identificare, con sufficiente dettaglio (e in assenza di stabilità dei prezzi), alcune tra le principali condizioni che un sistema tributario deve soddisfare per garantire il rispetto delle forme di neutralità accennate nel paragrafo precedente. Si ipotizzi una impresa, che avendo come obiettivo la massimizzazione del valore attuale del proprio cash flow netto -definito come la differenza fra i ricavi complessivi e i costi complessivi, compresi quelli per l'acquisto dei beni capitali-, massimizza la seguente funzione:

$$(1) \quad W = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} [p_t F(K_t) (1-\tau) - \hat{q}_t I_t] dt$$

dove p è il prezzo dell'output, $F(K)$ è la funzione di produzione (che assume, per semplicità, come unico fattore produttivo il capitale, K), τ è l'aliquota legale di imposta sul reddito delle società, I sono gli investimenti lordi, \hat{q} è il prezzo effettivo dei beni capitali, ρ è il tasso nominale di sconto utilizzato dalla società per calcolare il valore attuale del proprio cash flow netto. Il

suffisso t indica che le variabili sono relative al periodo t .

La massimizzazione della (1) è soggetta al seguente vincolo:

$$(2) \quad I_t = \dot{K}_t + \delta K_t$$

ove \dot{K} sta ad indicare la variazione nel tempo dello stock di capitale e δ è il tasso di ammortamento economico. Seguendo una assunzione tipica, seppure per molti aspetti criticabile, avanzata nella letteratura ¹, la (2) ipotizza che l'ammortamento economico dei beni capitali sia di tipo esponenziale, sicchè in ogni periodo t una medesima proporzione δ del capitale installato viene meno alla propria funzione produttiva.

La condizione di primo ordine per la soluzione di questo problema di ottimizzazione è²:

¹Una breve sintesi dei principali contributi che hanno messo in discussione, sulla base dell'evidenza empirica, questa ipotesi è contenuta in Chirinko (1986).

²Si definisca il seguente Hamiltoniano:

$$H^* e^{pt} = p_t F(K_t)(1-\tau) - \hat{q}_t I_t + \lambda(I_t - \delta K_t)$$

Le condizioni per un massimo possono essere scritte come:

$$\partial H / \partial I_t = 0$$

$$\partial \lambda / \partial t = -\partial H / \partial K_t + \lambda \rho$$

da cui si ottiene, sviluppando, la (3) riportata nel testo.

$$(3) \quad p_t F'(K_t) = \frac{\hat{q}_t (\delta + \rho - \dot{\hat{q}}_t / \hat{q}_t)}{(1-\tau)}$$

Il prezzo effettivo dei beni capitali \hat{q} può essere espresso come il prezzo di mercato q diminuito di un ammontare uguale al valore attuale dei risparmi di imposta connessi all'esistenza di crediti e oneri deducibili dall'imponibile e ai contributi in conto capitale attivati da quell'investimento. Riassumendo, per il momento, tutti questi fattori -il cui effetto è quello di ridurre il prezzo dei beni capitali rispetto a quello di acquisizione- con la lettera A , si può scrivere:

$$(4) \quad \hat{q}_t = q_t (1-A)$$

Utilizzando la (4) e assumendo, inoltre, che i fattori che determinano A siano costanti nel tempo, si può riscrivere la (3) nel modo seguente:

$$(5) \quad p_t F'(K_t) = \frac{q_t (1-A) (\delta + \rho - \dot{q}_t / q_t)}{(1-\tau)}$$

La (5) non è altro che l'espressione che definisce l'"user cost of capital" (ossia il prezzo-ombra del bene capitale)³. Una interpretazione più agevole di questa

³Cfr. Jorgenson (1963, 1967), Hall e Jorgenson (1967).

espressione può essere ottenuta indicando con c il valore del prodotto marginale [$p_t F'(K_t)$] e approssimando con l'espressione $(\pi + \gamma)$ il tasso di aumento atteso⁴ del prezzo dei beni capitali: π è il tasso generale atteso di inflazione (uguale, in questo modello, al tasso percentuale di variazione del prezzo dell'output) e γ è il tasso percentuale di variazione del prezzo dei beni capitali relativamente a quello dell'output⁵. Questo fattore può essere di segno positivo o negativo, indicando rispettivamente una variazione attesa del prezzo dei beni capitali superiore o inferiore a quella dell'output e dunque un guadagno o una perdita reale attesa in conto capitale.

Eliminando il suffisso t possiamo riscrivere la (5) nel modo seguente:

$$(6) \quad \frac{c}{q} = \frac{(1-A) (\delta + \rho - \pi - \gamma)}{(1-\tau)}$$

La (6) indica che, in equilibrio, il saggio percentuale di rendimento reale al netto delle imposte, ma al lordo

⁴Si noti che se l'inflazione non fosse attesa, non sarebbe rilevante ai fini della determinazione del costo del capitale.

⁵Poichè p_t è il prezzo dell'output e q_t è il prezzo dei beni capitali si ha:

$$r_t = \left(\frac{q/p}{q/p} \right)_t$$

dell'ammortamento (cioè l'espressione $[(c/q)(1-\tau)]$ è determinato dal costo reale del finanziamento ($\rho-\pi$) e dal "vero ammortamento economico" del bene capitale. Quest'ultimo è rappresentato dal termine $(\delta-\gamma)$, che esprime la variazione in termini reali nel valore del bene capitale⁶. La (6) illustra anche come il costo del capitale si riduca per la presenza del termine A che, si ricorda, riassume tutti quei fattori che contribuiscono a ridurre il prezzo effettivo del bene acquistato rispetto a quello di mercato.

Il medesimo rendimento reale illustrato nella (6), ma al netto dell'ammortamento economico, è $[c/q - (\delta-\gamma)]$. Indicando quest'ultimo con la lettera p, si può scrivere, infine⁷:

$$(7) \quad p = \frac{(1-A) (\delta + \rho - \pi - \gamma)}{(1-\tau)} - (\delta - \gamma)$$

⁶ Detto altrimenti il "vero" ammortamento economico dei beni capitali può essere definito come l'ammortamento fisico, al netto di eventuali guadagni o perdite reali in conto capitale. Per questa definizione, cfr. Samuelson (1964).

⁷ Per semplicità di esposizione abbiamo trascurato, in questo modello, l'eventualità che esistano imposte commisurate al patrimonio delle società e che, in periodo di inflazione, sia tassato l'aumento puramente nominale del valore delle scorte.

1.3 Le decisioni di finanziamento.

Per calcolare il "cuneo" complessivo posto dal sistema tributario fra il rendimento lordo su un progetto di investimento e quello netto sul risparmio occorre esplicitare il diverso trattamento fiscale che può essere riservato alle fonti alternative di finanziamento disponibili per le imprese. Si ipotizzi, ad esempio, una impresa che ottiene, da un progetto di investimento, un rendimento reale al lordo delle imposte pari a p . Il rendimento nominale, al netto delle imposte sulla società, è ρ ed è determinato sulla base dei valori assunti dalle variabili che concorrono a definire la (7). Possiamo chiederci: quale è il rendimento reale massimo, al netto di ogni imposta, con cui può essere remunerato (sotto forma di interessi, dividendi e plusvalenze) il risparmiatore che ha in ultima istanza finanziato quel progetto di investimento, in ciascuna delle possibili ipotesi di finanziamento delle imprese (rispettivamente: indebitamento, emissione di nuove azioni, autofinanziamento)?⁸.

⁸ Per calcolare il cuneo complessivo posto dal sistema tributario fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio, si potrebbero seguire procedure alternative. Ad esempio, si potrebbe prefissare un rendimento netto da imposte che esprima il rendimento minimo richiesto da un risparmiatore per investire nei titoli dell'impresa. Sulla base di questo rendimento verrebbe poi calcolato il tasso di sconto p utilizzato dalla società per valutare il valore attuale del proprio cash flow netto e, successivamente, il rendimento al lordo delle imposte p . Quest'ultimo rappresenterebbe il rendimento richiesto su un progetto di investimento, ossia il rendimento minimo necessario per

Sia i il tasso nominale di interesse al netto delle imposte personali sul reddito ed s il rendimento reale, al netto di ogni imposta, per il risparmiatore finale. La relazione fra questi tassi è:

$$(8) \quad s = i - \pi - w_p$$

ove la presenza del termine w_p contempla la possibilità che esista, nell'ordinamento tributario, una imposta patrimoniale sulle attività finanziarie emesse dalle imprese e detenute in portafoglio dagli investitori privati.

Più complessa di quella appena illustrata è la relazione esistente fra i rendimenti nominali ρ ed i . Per ciascuna delle tre fonti di finanziamento considerate questa relazione dipende infatti dal sistema di tassazione adottato, sia in testa alla società, sia in testa al sottoscrittore dei titoli dell'impresa, per i dividendi, gli interessi e le plusvalenze. E dipende anche dal grado di indicizzazione previsto dal sistema tributario. Algebricamente, si potrà scrivere:

$$(9) \quad \text{Indebitamento:} \quad i = \frac{\rho(1-m_b) + \pi I_i(m_b - \alpha\tau)}{(1 - \alpha\tau)}$$

remunerare il risparmiatore con il tasso precedentemente prefissato al netto di imposte.

Ciò che importa sottolineare, in questa sede, è come ogni procedura che può essere adottata per il calcolo del "cuneo" complessivo posto dal sistema tributario fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio comporti una diversa ipotesi sul tipo di equilibrio che caratterizza i mercati finanziari. A questo proposito, si vedano, ad esempio, King e Fullerton (1984), capp. 2 e 8; Fullerton (1984), pp 32-3.

(10) Emissione di nuove azioni: $i = \rho\theta(1 - m_d) + z\pi I_c$

(11) Autofinanziamento: $i = \rho(1-z) + z\pi I_c$

dove:

- m_b , m_d e z sono rispettivamente le aliquote di imposta sugli interessi, sui dividendi e sulle plusvalenze maturate;
- θ è un parametro che esprime il grado di integrazione fra la tassazione delle società e quella personale; più precisamente, indica il dividendo lordo che un azionista potrebbe ricevere per una lira di utili, al netto delle imposte sulla società, distribuita dalla società medesima⁹;
- α è un coefficiente ($0 \leq \alpha \leq 1$) che descrive la percentuale di interessi passivi per cui è consentita la deducibilità in sede di determinazione dell'imponibile delle società;
- I_i è una dummy introdotta per tenere conto del grado di indicizzazione ai prezzi del sistema tributario, relativamente al trattamento di interessi (in sede di tassazione sia personale, sia societaria) e di dividendi. I_c è una analoga

⁹Ad esempio, se il sistema di tassazione delle società è del tipo denominato classico, il parametro θ coincide con l'unità, in quanto una lira di utili (al netto delle imposte sulla società) distribuita dalla società medesima coincide con una lira di utili in testa al socio. Se, viceversa, il sistema di tassazione delle società di capitali prevede la concessione in testa al socio di un credito di imposta, $\theta=1+c$, dove c indica la misura del credito concesso per unità di dividendo. Per una più estesa discussione del significato di questa variabile, cfr. King e Fullerton (1984), p. 22 e King (1977), ch. 3.

variabile dummy che illustra il grado di indicizzazione ai prezzi del sistema di tassazione delle plusvalenze. Per valori di I_i e I_c uguali ad uno il sistema è pienamente indicizzato, mentre è vero l'opposto se queste due dummy assumono un valore pari a zero.

La (9) può essere letta nel modo seguente. Nell'ipotesi di finanziamento con indebitamento, il tasso di interesse nominale al netto delle imposte personali sul reddito (i), con cui può essere remunerato un risparmiatore che finanzia un progetto di investimento in grado di ottenere un rendimento lordo pari a p , dipende dal tasso nominale di rendimento al netto delle imposte sulle società (ρ) a cui vanno nuovamente "sottratte" le imposte ad aliquota m_b prelevate sugli interessi che remunerano (direttamente, o attraverso una qualche forma di intermediazione) il risparmiatore finale. Questo rendimento (i) è più elevato se il sistema di tassazione degli interessi, per il detentore dei titoli emessi dall'impresa, è indicizzato -poichè in questo caso sono solo gli interessi reali e non quelli nominali ad essere tassati- ed è più elevato anche quando il sistema tributario consente la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile delle società -cioè per valori positivi di α . Se anche il sistema di tassazione delle società, analogamente a quello personale, è indicizzato¹⁰ il risparmio di

¹⁰Per semplicità abbiamo ipotizzato, nella (9), che il grado di indicizzazione ai prezzi del sistema di tassazione

imposta connesso alla deducibilità degli interessi passivi è unicamente commisurato agli interessi reali. Ciò spiega la presenza, al numeratore della (9), del termine negativo (per $I_i > 0$) $\pi I_i \alpha \tau$. Questo termine scompare, infatti, se il sistema di tassazione delle società prevede la deducibilità degli interessi nominali dall'imponibile delle società (cioè per $I_i = 0$) o se non vi è inflazione ($\pi = 0$)..

Nell'ipotesi di finanziamento con emissione di nuove azioni -cfr. la (10)- il socio può ottenere, per una lira di utili al netto delle imposte distribuita dalla società, $p\theta$. Al netto dell'imposta personale sui dividendi, il rendimento netto è uguale a $p\theta(1-m_d)$. Occorre tuttavia tenere presente che la società, distribuendo interamente i propri utili, non reintegra la perdita reale del proprio attivo patrimoniale. Ciò si traduce in una riduzione nel valore di mercato dell'impresa, e dunque in una perdita reale in conto capitale per l'azionista, di una percentuale pari al tasso di inflazione π . Ma se il sistema di tassazione delle plusvalenze è pienamente indicizzato, ciò comporta, a sua volta, un risparmio di imposta pari a $z\pi$, come si nota dal secondo termine che compare nella (10), ponendo $I_c = 1$.

Il medesimo termine ($z\pi I_c$) è presente anche nella (11). In questo caso, che corrisponde all'ipotesi di finanziamento

degli interessi passivi, in testa alla società e attivi, in testa al sottoscrittore dei titoli dell'impresa, sia rappresentato dalla medesima variabile dummy I_i .

con utili trattenuti, la remunerazione netta per il risparmiatore finale avviene sotto forma di plusvalenze. Il rendimento nominale, al netto delle imposte personali sul reddito è $[\rho - z(\rho - \pi I_c)]$, ove si tiene esplicitamente conto, nel definire l'imponibile dell'imposta sulle plusvalenze, della possibilità che il sistema di tassazione delle plusvalenze medesime sia indicizzato¹¹.

1.4 Il "cuneo" complessivo di imposta.

Sulla base delle equazioni (7)-(11) è possibile calcolare il "cuneo" complessivo di imposta fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio indotto da diversi sistemi di tassazione dei redditi personali e

¹¹ Al fine di determinare il rendimento massimo al netto delle imposte (i) per il risparmiatore finale, nell'ipotesi di finanziamento con emissione di nuove azioni e con utili trattenuti abbiamo fatto riferimento a quella che nella letteratura è denominata "new view" del costo di un finanziamento con capitale proprio. Secondo questo approccio, infatti, nell'ipotesi di finanziamento con utili trattenuti, solo l'imposta sulle plusvalenze contribuisce a determinare il "cuneo" fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio, in quanto l'imposta sui dividendi (o, più precisamente, il differenziale fra questa imposta e quella sulle plusvalenze) sarebbe ammortizzata nel valore del titolo azionario. Pertanto, se anche gli utili derivanti da un progetto di investimento finanziato con proventi interni all'impresa fossero distribuiti, l'imposta sui dividendi non concorrerebbe ad influenzare il rendimento netto per l'azionista.

Una più estesa discussione delle ripercussioni che questa opinione ha sulla definizione del costo di un finanziamento con capitale proprio è contenuta in Giannini (1986). La "new view" è stata avanzata in modo esplicito nella letteratura, per primi, da Auerbach (1979) e Bradford (1981).

delle società. Questo "cuneo" può essere infatti misurato sottraendo dal rendimento percentuale lordo p quello al netto di ogni imposta s . Rapportando questo "cuneo" ad uno dei due rendimenti, si può anche calcolare quella che nella terminologia anglosassone è denominata "total effective marginal tax rate". Ad esempio, adottando come definizione di aliquota effettiva una aliquota cosiddetta "tax inclusive", ossia commisurata ad un imponibile al lordo dell'imposta¹², si può scrivere:

$$(12) \quad t = \frac{p - s}{p}$$

Una aliquota effettiva marginale totale di imposta, del tipo di quella illustrata nella (12), ha il vantaggio di riassumere in un unico indicatore una molteplicità di norme, contenute nel sistema tributario e in grado di creare un

¹²Questo modo di esprimere una aliquota di imposta è sostanzialmente quello utilizzato nei sistemi tributari concretamente adottati per il calcolo delle imposte personali sul reddito. Alternativamente, come è noto, una aliquota può essere espressa commisurando il debito di imposta ad una base imponibile al netto dell'imposta stessa (è il caso, usualmente, delle imposte indirette sul valore aggiunto). Se così fosse si avrebbe, invece della (12):

$$(12') \quad t' = \frac{p - s}{s}$$

ove, a parità di rendimenti, la relazione fra le due aliquote è:

$$t' = \frac{t}{1 - t}$$

che consente, dati i valori di t , di calcolare i corrispondenti valori di t' .

divario fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio. Questo sintetico indicatore consente anche di esaminare con sufficiente semplicità e chiarezza le particolari condizioni che devono sussistere affinché il sistema tributario sia neutrale rispetto alle decisioni reali e finanziarie delle imprese.

1.5 La neutralità nei confronti delle modalità di finanziamento.

Iniziamo con l'esaminare le condizioni che l'ordinamento tributario deve rispettare per essere "neutrale" relativamente ai diversi canali attraverso cui il risparmio delle famiglie può affluire al settore delle imprese.

Domandiamoci, in altre parole, quali relazioni devono sussistere tra i parametri fiscali contenuti nelle equazioni (9)-(11) al fine di rendere uguale, per ogni dato tasso p , il rendimento nominale i percepito dal risparmiatore, indipendentemente dalla fonte di finanziamento utilizzata dall'impresa.

Due sistemi capaci di produrre questo risultato sono immediatamente derivabili dalle equazioni (9)-(11).

Il primo sistema comporta che i parametri fiscali assumano i seguenti valori:

- (a) $\alpha = 0$
- (b) $m_b = m_d = z = m$
- (c) $I_i = I_c = I$
- (d) $\theta = 1$

Per avere neutralità tra le differenti modalità di finanziamento degli investimenti occorre in sostanza:

- (a) che gli interessi passivi non siano deducibili ai fini della determinazione del reddito di impresa;
- (b) che dividendi, interessi e plusvalenze maturate siano tassati tutti con la medesima aliquota di imposta e usufruiscano dello stesso trattamento per quanto riguarda l'aggiustamento a fronte di un aumento nel livello dei prezzi;
- (c) che il sistema di tassazione delle società di capitali sia del tipo denominato "classico" (non consenta cioè alcun rimborso in testa al socio delle imposte pagate dalle società).

Se valgono queste condizioni, la relazione fra i rendimenti nominali i e ρ diviene, per ciascuna delle tre modalità di finanziamento considerata:

$$(13) \quad i = \rho(1-m) + \pi Im$$

Un secondo caso di neutralità si ottiene per i seguenti valori dei parametri fiscali contenuti nelle equazioni

(9)-(11):

$$(a) \quad \alpha = 1$$

$$(b) \quad m_b = m_d = m$$

$$(c) \quad I_i = I_c = I$$

$$(d) \quad \theta = \frac{1}{1 - \tau}$$

$$(e) \quad z = \frac{m - \tau}{1 - \tau}$$

Questo caso differisce dal precedente in quanto comporta che gli interessi passivi siano integralmente deducibili in sede di determinazione del reddito di impresa e che il sistema di tassazione delle società preveda il totale rimborso, in testa al socio, delle imposte pagate dalle società stesse. Questo sistema di fatto comporta la piena integrazione fra imposte personali e societarie: sia i dividendi, sia gli utili trattenuti (nella misura in cui si riflettono in plusvalenze di uguale ammontare) sono tassati, in ultima istanza, in base alla sola aliquota marginale dell'imposta personale (m). L'imposta sulle società, prelevata ad aliquota (τ), svolge dunque unicamente la funzione di acconto delle imposte dovute dai soci. Il sistema di tassazione è di fatto del tutto analogo a quello riservato alle società di persone.

Quando valgono le condizioni di neutralità appena descritte, la relazione fra i tassi nominali di rendimento i e ρ diviene:

$$(14) \quad i = \frac{\rho(1-m) + \pi I(m-\tau)}{(1-\tau)}$$

1.6 Le condizioni generali di neutralità.

Per analizzare le condizioni generali di neutralità del sistema di tassazione dei redditi da capitale relativamente alle decisioni di risparmio e di investimento di famiglie e imprese occorre esplicitare in modo più dettagliato di

quanto fatto fino ad ora le caratteristiche del sistema di tassazione adottato per le società. Soprattutto, occorre esplicitare i fattori che determinano il parametro A. Come si è già anticipato, questi fattori riguardano i crediti di imposta e gli oneri deducibili (diversi dagli interessi passivi, di cui si è già tenuto conto nel paragrafo precedente, esaminando l'ipotesi di finanziamento con indebitamento da parte dell'impresa), nonché eventuali trasferimenti in conto capitale che, analogamente alla normativa fiscale appena richiamata, hanno l'effetto di ridurre il costo effettivo dell'investimento.

Concentriamo l'attenzione sull'aspetto più importante della normativa tributaria che agisce su A: quello relativo alla deducibilità dall'imponibile delle quote di ammortamento e supponiamo dunque che non esistano crediti di imposta o altri incentivi fiscali o finanziari agli investimenti.

Si supponga, in primo luogo, che il sistema tributario preveda la completa deducibilità, dall'imponibile, della spesa di investimento, nell'anno di acquisizione. In questa ipotesi, e assumendo anche che l'impresa abbia utili sufficienti per godere di questa deduzione, il parametro A coincide con l'aliquota legale dell'imposta sulle società ($A=\tau$) Sicchè, dalla (7), si ottiene:

$$(15) \quad p = p - \pi$$

A seconda che si affianchi a questo sistema di determinazione della base imponibile delle imposte sulle società un sistema di tassazione classico (che non preveda inoltre

la deducibilità degli interessi passivi) o un sistema di totale integrazione fra imposte personali e sulle società (e si consenta, contestualmente la deducibilità dall'imponibile degli interessi passivi) si ottiene un diverso "cuneo" di imposta fra il rendimento reale lordo sull'investimento p e quello netto per il risparmiatore s .

Si prenda in considerazione il primo dei casi di neutralità rispetto alle decisioni di finanziamento degli investimenti trattati nel paragrafo precedente. Combinando la (15) e la (8) con la (13) si ottiene:

$$(16) \quad s = (p+\pi)(1-m) + \pi Im - \pi - w_p$$

che si riduce, ipotizzando che il sistema di tassazione personale sia pienamente indicizzato ($I=1$) e che non vi sia alcuna imposta patrimoniale ($w_p=0$), a:

$$(17) \quad s = p(1-m)$$

Sicchè, dalla (12):

$$(18) \quad t = \frac{p - s}{p} = m$$

Questo risultato è quello che deriva affiancando un sistema di tassazione delle società di tipo classico e commisurato al cash flow di impresa con un sistema di tassazione personale che prevede il medesimo trattamento dei redditi derivanti dal possesso di attività finanziarie emesse dalle imprese, indipendentemente dal tipo di attività e dalla natura giuridica del sottoscrittore (una "comprehensive income tax", ad esempio). Nella misura in cui per ogni bene capitale e in ogni settore di attività

economica è previsto il medesimo regime di ammortamento (deducibilità immediata del costo di acquisizione) vi è un unico "cuneo" di imposta per ogni progetto di investimento. Se il sistema di tassazione personale dei redditi da capitale è indicizzato, detto "cuneo" coincide inoltre con l'aliquota marginale dell'imposta personale. Non importa, invece, che sia indicizzato il sistema di tassazione delle imprese: la deducibilità delle quote di ammortamento è immediata, sicchè non si pone il problema di una loro rivalutazione nel tempo; inoltre, gli interessi passivi non sono deducibili, sicchè non si pone neppure il problema relativo alla necessità di discriminare, in periodo di inflazione, fra interessi reali e nominali.

Alternativamente, la tassazione delle società di capitali potrebbe consentire, oltre all'intera deducibilità della spesa di investimento nell'anno di acquisizione, anche la piena deducibilità degli interessi passivi e la totale integrazione fra imposte personali e societarie. Usando la (15), la (8) e la (14) -invece della (13)- si ottiene:

$$(19) \quad s = \frac{(p+\pi)(1-m) + \pi I(m-\tau)}{(1-\tau)} - \pi - w_p$$

che diviene, ipotizzando $I=1$ e $w_p=0$:

$$(20) \quad s = \frac{p(1-m)}{(1-\tau)}$$

sicchè, utilizzando la (12) si può scrivere:

$$(21) \quad t = \frac{m - \tau}{(1 - \tau)}$$

L'aliquota effettiva illustrata nella (21) può essere positiva o negativa, indicando in quest'ultimo caso la presenza di un sussidio, a seconda che l'aliquota dell'imposta personale (m) sia maggiore o minore rispetto a quella sulle società (τ). Nel caso particolare in cui queste due aliquote coincidano (che presuppone, tra l'altro, che vi sia una unica aliquota dell'imposta personale sul reddito), il "cuneo" complessivo di imposta e dunque l'aliquota effettiva t si azzerano. Il sistema è perfettamente neutrale, cioè non pone alcun "cuneo" fra il rendimento lordo su un progetto di investimento e quello netto sul risparmio, in quanto il sussidio concesso a livello di società "compensa" esattamente la tassazione in sede personale.

In aggiunta al sistema di tassazione sul cash flow, l'altro sistema di tassazione delle società di capitali a cui si è fatto più frequentemente riferimento, nella letteratura, così come nel formulare proposte di riforma, è quello che consente la deducibilità dall'imponibile delle società dell'ammortamento economico e del costo del finanziamento.

Si ipotizzi che la società possa dedurre dal proprio imponibile il "vero ammortamento economico", secondo la definizione datane nel paragrafo 1. Il valore attuale dei risparmi di imposta, e dunque il valore di A , sarà dato da:

$$(22) \quad A = \tau \int_0^{\infty} (\delta - \gamma) e^{-(\delta - \gamma - \pi I_d)t} e^{-\rho t} dt$$

$$= \tau * \frac{(\delta - \gamma)}{(\delta - \gamma - \pi I_d + \rho)}$$

dove il termine I_d è una dummy che consente di trattare ipotesi alternative sul grado di indicizzazione ai prezzi delle quote di ammortamento definite a fini fiscali. Supponendo che questa dummy assuma valore 1 (e cioè che le quote di ammortamento siano rivalutate sulla base dell'indice generale dei prezzi) si ottiene, dalla (7):

$$(23) \quad p = \frac{\rho - \pi}{(1 - \tau)}$$

Per calcolare il "cuneo" complessivo di imposta e dunque l'"aliquota effettiva marginale totale" (t) nelle due ipotesi di tassazione "neutrale" dei redditi delle attività finanziarie esaminate nel paragrafo 1.5 si possono utilizzare la (23), la (8) e, alternativamente, la (13) o la (14).

Nel primo caso si ha:

$$(24) \quad s = [p(1-\tau) + \pi](1-m) + \pi I m - \pi - w_p$$

che diventa, ponendo $I=1$ e $w_p=0$

$$(25) \quad s = p(1-\tau)(1-m)$$

da cui:

$$(26) \quad t = \frac{p - s}{p} = \tau + m(1-\tau)$$

Nel secondo caso, utilizzando la (14), al posto della (13), si ottiene, invece:

$$(27) \quad s = \frac{[p(1-\tau)+\pi](1-m) + \pi I(m-\tau)}{(1-\tau)} - \pi - w_p$$

che, ponendo nuovamente $I=1$ e $w_p=0$, diventa:

$$(28) \quad s = p(1-m)$$

da cui si ottiene:

$$(29) \quad t = \frac{p - s}{p} = m$$

Dalla (26) si apprende che, se l'ordinamento tributario prevede la deducibilità del "vero" ammortamento economico, ma non consente la deducibilità degli interessi passivi, né l'integrazione fra imposte personali e societarie, queste ultime contribuiscono, al pari di quelle personali, a far divergere il rendimento lordo su un progetto di investimento da quello netto sul risparmio. Oltre a interferire con l'allocazione intertemporale delle risorse, il sistema di tassazione delle società di capitali comporta anche, in questo caso, un incentivo a spostarsi dal settore societario a quello non societario (ove i redditi sono tassati unicamente con l'aliquota dell'imposta personale sul reddito).

Dalla (29), invece, si apprende che un sistema di tassazione dei redditi delle società che consente la deducibilità dall'imponibile dell'ammortamento economico e degli interessi passivi (definiti in termini reali) e prevede inoltre la piena integrazione fra imposte personali e sulle società è neutrale rispetto all'investimento in beni capitali diversi e al finanziamento degli investimenti con modalità alternative. Come si nota dalla (22), che definisce il valore attuale dei risparmi di imposta connessi alla deducibilità dell'ammortamento economico dei beni capitali, se il tasso di aumento del prezzo dei beni capitali diverge da quello generale, deve essere quest'ultimo e non il primo, ad essere utilizzato per rivalutare nel tempo le quote di ammortamento. Detto altrimenti, la deducibilità del "vero" ammortamento economico richiesta per soddisfare le condizioni di neutralità illustrate dalla (29) -che implica che per ogni progetto di investimento l'aliquota effettiva marginale totale di imposta coincida con l'aliquota marginale dell'imposta personale sul reddito (m)- comporta che dall'ammortamento valutato ai costi di rimpiazzo siano dedotti i guadagni in conto capitale generati da un andamento dei prezzi dei beni capitali superiore rispetto al tasso generale di inflazione (l'opposto deve evidentemente valere nell'ipotesi in cui il prezzo dei beni capitali cresca ad un tasso inferiore rispetto al tasso generale di inflazione).

1.7 Una visione di insieme.

Nella Tabella 1 sono riassunte le quattro diverse tipologie di tassazione delle società e personali esaminate nei paragrafi precedenti. Nella prima riga sono riportati i due sistemi di ammortamento esaminati: quello che prevede la deducibilità immediata della spesa di investimento e quello che consente, invece, la deducibilità del "vero" ammortamento economico dall'imponibile delle società. La seconda riga della Tabella riporta le condizioni che il sistema tributario deve rispettare al fine di non discriminare fra fonti e circuiti alternativi di finanziamento degli investimenti. L'ultima riga, infine, illustra, per ciascuna combinazione di questi aspetti della normativa, il valore assunto dall'"aliquota effettiva marginale totale di imposta".

La completa neutralità del sistema tributario (ossia una aliquota effettiva pari a zero) si ha solo in un caso molto particolare: adottando il terzo sistema di tassazione illustrato nella Tabella 1 (ove si prevede la totale deducibilità dei costi di finanziamento e della spesa di investimento nell'anno di acquisizione), se vi è perfetta coincidenza fra l'aliquota dell'imposta personale e quella societaria. Questo risultato, tuttavia, non sorprende: come si è anticipato all'inizio di questo lavoro, inevitabilmente, un sistema di tassazione personale che adotta come base imponibile una definizione di reddito inclusiva dei redditi da capitale, introduce un "cuneo", fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio, pari, in

percentuale del rendimento, all'aliquota marginale dell'imposta personale. Ciò è quanto accade con il primo e il quarto dei sistemi di tassazione riassunti nella Tabella 1, che assumono alternativamente: (a) la deducibilità immediata dell'intera spesa di investimento e la non deducibilità dei costi di finanziamento (non deducibilità degli interessi passivi e sistema classico di tassazione delle società); (b) la deducibilità di questi ultimi (deducibilità degli interessi passivi e piena integrazione fra tassazione personale e societaria) e del "vero" ammortamento economico. In entrambe questi casi per rendere pienamente neutrale l'ordinamento tributario (ossia per azzerare il "cuneo" di imposta fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio) sarebbe sufficiente adottare, come base imponibile dell'imposta personale il consumo (invece del reddito).

A differenza dei sistemi fino ad ora considerati, il secondo sistema illustrato nella Tabella 2 non può mai soddisfare le condizioni generali di neutralità. In questo caso -che non prevede alcuna esenzione dall'imponibile delle società dei costi connessi al finanziamento dell'investimento, mentre consente la deducibilità del solo ammortamento economico- anche se si adottasse a livello personale un sistema di tassazione sulle spesa, vi sarebbe una aliquota effettiva di imposta positiva, pari, per la precisione, all'aliquota legale dell'imposta sulle società (τ).

I sistemi di tassazione dei redditi da capitale su cui si è più frequentemente concentrata l'attenzione, sia degli studiosi, sia dei policy makers sono il primo e il quarto¹³.

Non vuole essere compito di questo lavoro entrare nel merito dei vantaggi (o degli svantaggi) relativi di questi due sistemi di tassazione personale e, soprattutto, delle società. Ci limitiamo a ricordare, in proposito, che il primo di questi sistemi -che comporta, ricordiamo, l'adozione di una base imponibile per le società commisurata al cash flow- è stato particolarmente apprezzato, nella letteratura¹⁴, soprattutto per tre motivi:

(a) non comporta le difficoltà inevitabilmente connesse al calcolo del "vero" ammortamento economico, calcolo che deve invece essere effettuato nel caso in cui si voglia adottare un imponibile tipo-profitto per la tassazione delle società di capitali;

¹³Come è stato sottolineato (Boadway e Bruce, 1984; Boadway e Wildasin, 1984), questi due sistemi di tassazione costituiscono due casi speciali di una regola di neutralità più generale. In estrema sintesi si può dire che un sistema di tassazione delle società di capitali è neutrale se il valore attuale delle deducibilità consentite dall'imponibile delle società, a titolo di ammortamento del bene capitale e di costo del finanziamento sostenuto per l'investimento, uguaglia il valore iniziale del costo sostenuto per l'investimento stesso. Su questo punto cfr., anche, Stiglitz (1976).

¹⁴Si veda, ad esempio, Smith (1963), Sandmo (1974), Sumner (1975), King (1975, 1977). L'imposta sul cash flow è stata suggerita, per primi, nella letteratura, da Kalecki (1944) e Brown (1948).

(b) non richiede (per i motivi già illustrati nel paragrafo 1.6) alcun tipo di correzione per gli effetti indotti dall'inflazione;

(c) consente di tassare le rendite che si generano nel settore societario, senza interferire con le decisioni delle imprese¹⁵.

Molto spesso, questo sistema di tassazione delle società è stato proposto congiuntamente ad un sistema di tassazione sulla spesa a livello personale¹⁶. Ma come dovrebbe essere chiaro sulla base dell'analisi svolta fino ad ora esso non è affatto incompatibile con un sistema di tassazione personale basato su un concetto di reddito-prodotto o reddito-entrata¹⁷.

¹⁵ Gli extra-profitti generati nel settore societario sarebbero infatti tassati con l'aliquota legale dell'imposta sulle società. Nessun rimborso di queste imposte sarebbe previsto in testa al socio, data l'adozione di un sistema di tassazione delle società di capitali di tipo classico. Ciò non accadrebbe, invece, con il quarto sistema di tassazione illustrato nella Tabella 1, che prevede, infatti, la piena integrazione fra imposte personali e sulle società.

¹⁶ Si legge ad esempio, nel Rapporto Meade (1978): "Una delle principali caratteristiche di un sistema di tassazione personale che adotta la spesa come base imponibile è che il rendimento sul risparmio non è tassato a meno che i proventi non siano spesi in beni di consumo. Analogamente, un sistema di tassazione delle società basato sul cash flow comporta che il rendimento sui nuovi investimenti effettuati dalla società non è tassato a meno che non sia distribuito e che non sia reinvestito dai percettori, nell'impresa; per questa ragione una imposta sulle società basata sul cash flow è una compagna ideale per un sistema di tassazione personale basato sulla spesa" (p.510).

¹⁷ Su questo punto, si veda Edwards (1982).

Il sistema di totale integrazione illustrato nella quarta colonna della Tabella 1 ha invece le sue radici nei contributi di Simon (1938) a favore di un sistema di tassazione dei redditi di tipo comprehensive e ad esso si sono ispirate molte proposte di riforma avanzate e rese anche operative in alcuni paesi industrializzati. Solo per fare un esempio, si pensi al progetto di riforma avanzato in Canada nel 1966 (più noto, forse, con il termine "Carter Commission"), al "Blueprints for Tax Reform" redatto negli Stati Uniti nel 1977 e, più recentemente, alle riforme tributarie proposte e in parte adottate in questo paese¹⁸.

Tra i motivi che inducono i tax designers a preferire un sistema di tassazione commisurato ai profitti di impresa, piuttosto che al cash flow, vi sono certamente considerazioni di carattere internazionale, che assumono tanta più rilevanza quanto più si va concretizzando un sistema di liberalizzazione degli scambi fra paesi. Ma non va trascurato, tuttavia, che questi due sistemi di tassazione sottendono due visioni delle società di capitali profondamente diverse fra loro. Un sistema di tassazione sul cash flow, che comporta l'adozione di un sistema classico di tassazione delle società, implica l'opinione che le società di capitali godano di una propria autonoma capacità contributiva e debbano pertanto essere trattate, dal punto di

¹⁸Cfr. U.S. Treasury (1984), U.S. President (1985).

vista fiscale, in modo autonomo rispetto ai soggetti che ne detengono la proprietà. Un sistema di tassazione che adotta come base imponibile il profitto e prevede (al fine di rispettare i requisiti di neutralità esaminati nei precedenti paragrafi) la piena integrazione fra imposte personali e societarie, sottende invece l'opinione, opposta, che le società di capitali non siano un soggetto autonomo rispetto ai soci che le costituiscono e, come tale, non debbano essere assoggettate a tassazione separata¹⁹.

2.1 La tassazione dei redditi da capitale in Italia.

In Italia, l'opinione dei tax designers in materia di tassazione delle società di capitali ha oscillato fra le due opposte visioni ricordate al termine del paragrafo precedente. Prima del 1978, la normativa in vigore rifletteva l'opinione secondo cui le società di capitali sarebbero un

¹⁹ E' stato sottolineato, a questo proposito (Boadway, Bruce, Mintz, 1984) che se si volesse assegnare all'imposta sulle società il solo ruolo di ritenuta di acconto delle imposte personali, la base imponibile appropriata allo scopo "differirebbe considerevolmente da quella di un sistema di tassazione delle società pensato al fine di prelevare imposte in modo neutrale" (p. 293). Più precisamente, gli autori sostengono (p. 294) che l'utilizzo più esteso che si può fare dell'imposta sulle società come strumento per prelevare imposte a titolo di acconto (delle imposte personali) sui redditi da capitale comporterebbe la tassazione del valore aggiunto di impresa (anche gli interessi passivi, dunque, dovrebbero concorrere alla determinazione della base imponibile). Quando il valore aggiunto è distribuito e tassato, a livello personale, dovrebbe essere concesso un credito, al fine di compensare l'imposta già pagata in testa alla società.

soggetto autonomo di tassazione: i dividendi erano infatti assoggettati a tassazione sia in testa alla società sia in testa ai soci. Successivamente, con l'introduzione del credito di imposta sui dividendi (legge n.904/77), l'opinione sottostante sembra essere quella che identifica le società con i soci che ne detengono la proprietà. Non vi è tuttavia, una totale integrazione fra la tassazione delle società e quella personale dei soci: solo sugli utili distribuiti, infatti, l'Irpeg svolge la funzione di ritenuta d'acconto delle imposte personali (Irpef). Ciò introduce una discriminazione di tipo fiscale in funzione della particolare forma giuridica di costituzione in società (è noto, infatti, che per le società semplici gli utili sono ripartiti in testa ai singoli soci, indipendentemente dal fatto che siano distribuiti) e introduce anche, come vedremo meglio fra breve, una discriminazione nel trattamento delle diverse forme di finanziamento con capitale proprio (emissione di nuove azioni ed autofinanziamento).

In aggiunta all'aspetto della normativa tributaria appena ricordato, ve ne sono altri che contribuiscono ad allontanare il sistema italiano dai sistemi "neutrali" descritti nei paragrafi precedenti. In estrema sintesi, questi elementi possono essere così riassunti:

(a) la deducibilità delle quote di ammortamento supera il "vero" ammortamento economico sia perché il periodo di ammortamento concesso a fini fiscali tende ad essere inferiore alla vita economica dei beni capitali, sia perché la

normativa concede alle imprese la possibilità di far ricorso ad ammortamenti anticipati;

(b) ciò nonostante, gli interessi passivi sono integralmente deducibili dall'imponibile delle società (ai fini del pagamento sia dell'Ilor sia dell'Irpeg) e ai dividendi, come si è detto, è concesso un credito di imposta (tale da rimborsare l'Irpeg, ma non l'Ilor, pagata dalla società). Sugli utili trattenuti gravano invece sia l'imposta locale sui redditi, sia quella sul reddito delle persone giuridiche;

(c) vi sono numerosi incentivi agli investimenti, concessi alle imprese per determinati progetti di investimento (definiti in base al tipo di bene capitale, al settore di appartenenza, alla localizzazione territoriale, etc.). Questi incentivi assumono la forma di crediti di imposta (è il caso della cosiddetta "Iva negativa"), di contributi in conto capitale e di prestiti concessi a tassi agevolati. Nei primi due casi l'effetto è quello di ridurre il prezzo effettivo dei beni capitali rispetto a quello di acquisizione. Il credito agevolato, invece, ha l'effetto immediato di favorire una particolare forma di finanziamento (quella con debito) rispetto ad altre;

(d) i redditi da capitale che remunerano i detentori delle attività finanziarie emesse dalle imprese sono tassati con modalità diverse in funzione sia del tipo di attività finanziaria emessa dall'impresa, sia della natura giuridica del sottoscrittore. Ad esempio, per un investitore

persona-fisica, i dividendi concorrono a determinare l'imponibile Iperf, gli interessi sono soggetti ad una ritenuta ad aliquota proporzionale prelevata a titolo di imposta, le plusvalenze sono solitamente esenti da imposta. Se vi è intermediazione da parte di un investitore istituzionale, il regime fiscale è diverso. I titoli detenuti attraverso l'intermediazione di un fondo comune, ad esempio, sono unicamente soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta e all'imposta patrimoniale prelevata in testa al fondo (non è però concesso il credito di imposta ai dividendi). Nel caso di intermediazione attraverso una impresa di assicurazioni autorizzata al ramo-vita, vi sono invece numerose agevolazioni: da un lato, la possibilità, per l'assicurato, di dedurre (seppur nell'ambito di certi limiti) i premi versati, dal proprio imponibile Irpef; dall'altro, la possibilità, per l'impresa di assicurazioni, di dedurre dall'imponibile le riserve matematiche costituite a fronte dei premi;

(e) né la tassazione delle società, né quella personale sono indicizzate: la base ammortizzabile dei cespiti di impresa è il costo storico; gli interessi passivi sono deducibili, dall'imponibile delle società, in termini nominali, piuttosto che reali; la tassazione personale dei redditi da capitale comprende nell'imponibile anche quella parte del rendimento che serve unicamente a ricostituire il valore reale della ricchezza. Talvolta, le autorità di politica economica sono intervenute per correggere ex-post le

distorsioni indotte da un aumento nel livello dei prezzi (rivedendo, ad esempio, la scala delle aliquote Irpef o consentendo la rivalutazione dei cespiti di impresa), ma non hanno mai preso seriamente in considerazione la possibilità di introdurre una contabilità da utilizzare a fini fiscali basata su grandezze reali. L'unico aspetto della normativa che va in questa direzione riguarda il trattamento delle scorte, per le quali, come è noto, è consentita, in Italia, l'adozione del criterio Lifo.

2.2 Una stima empirica.

Una visione di insieme degli effetti congiunti prodotti dalla normativa richiamata nel paragrafo precedente è contenuta nella Tabella 2. In questa Tabella sono illustrate le aliquote effettive marginali totali di imposta -calcolate sulla base del modello presentato nella prima parte di questo lavoro e con riferimento alla normativa in vigore nel 1985²⁰ - per una serie di ipotetici progetti di investimento, ciascuno dei quali è definito in base alle seguenti caratteristiche:

- tipo di bene capitale: macchinari, fabbricati, scorte;
- settore di attività economica: manifattura, altre industrie, commercio;

²⁰Per una analisi dettagliata delle modalità con cui sono state calcolate le aliquote effettive riportate nella Tabella 2, cfr. Giannini (1987).

- fonte di finanziamento: indebitamento, emissione di nuove azioni, autofinanziamento;
- circuito di finanziamento: detenzione diretta (o tramite intermediari creditizi) dei titoli dell'impresa, intermediazione attraverso un fondo comune di investimento mobiliare, intermediazione attraverso una impresa di assicurazione.

Le aliquote effettive riportate nella Tabella 2 sono calcolate, in corrispondenza di diversi tassi di inflazione, ipotizzando che su ogni ipotetico progetto di investimento la società percepisca un rendimento reale lordo del 10%.

L'aliquota riportata nell'ultima riga della Tabella è una media ponderata delle singole aliquote riportate, per ciascun tasso di inflazione considerato, in corrispondenza di ogni particolare caratteristica che definisce l'ipotetico progetto di investimento e fornisce pertanto una indicazione sintetica del "cuneo" complessivamente posto dal sistema tributario tra rendimenti lordi e netti, sull'investimento e sul risparmio, nel settore societario.

Come si nota dalla Tabella 2, questa media ponderata delle aliquote marginali è notevolmente bassa (attorno al 14%) e supera dunque solo lievemente l'aliquota marginale minima dell'imposta personale progressiva sul reddito (attualmente, 12%). Questo risultato -che è abbastanza sorprendente, se si pensa che l'aliquota effettiva così calcolata include sia le imposte sulla società (prelevate ad una aliquota legale, comprensiva di Irpeg e di Ilor, del 46.37%), sia quelle personali sui redditi delle attività

finanziarie emesse dalle imprese per le proprie esigenze di finanziamento- è dovuto al fatto che sia la tassazione delle società, sia quella personale dei redditi da capitale sono molto più favorevoli in Italia di quanto sarebbe un sistema di tassazione di tipo "comprehensive". L'imposta sulle società, in realtà, è un sussidio all'investimento marginale, a causa della generosità delle deduzioni consentite a titolo di ammortamento e per gli interessi passivi.

Nonostante il basso "cuneo" che il sistema tributario italiano pone fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio, le discriminazioni indotte fra l'investimento in diversi beni capitali e in diversi settori di attività economica e soprattutto fra il finanziamento degli investimenti con modalità alternative sono notevoli. I macchinari, il settore manifatturiero, il finanziamento con debito e l'intermediazione attraverso una compagnia di assicurazione sono rispettivamente il bene capitale, il settore, la fonte e il circuito di finanziamento privilegiati dal punto di vista del trattamento fiscale,.

L'inflazione, a prima vista, sembra essere ininfluenta, nonostante la mancata indicizzazione, nel determinare il "cuneo" di imposta fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio nel settore societario. La media delle aliquote marginali riportata nell'ultima riga della Tabella 2 è infatti pressochè invariata al variare del tasso di inflazione. Ma le aliquote effettive riportate separatamente per ciascuna delle fonti di finanziamento considerate

mostrano chiaramente come questo risultato dipenda crucialmente dalle modalità di finanziamento utilizzate dalle imprese. L'inflazione, infatti, fa diminuire l'aliquota marginale effettiva se l'investimento è finanziato con indebitamento (dato il vantaggio connesso alla deducibilità degli interessi nominali), mentre l'opposto accade se l'investimento è finanziato al margine con capitale proprio.

Non è semplice, sulla base delle informazioni riportate nella Tabella 2, comprendere la "razionalità" del sistema di tassazione dei redditi da capitale adottata in Italia. Le potenziali discriminazioni indotte, nella allocazione del capitale reale e finanziario fra usi alternativi, sembrano essere più il risultato inconsapevole dell'interazione di norme introdotte dal legislatore con finalità diverse -ma di cui è mancata, di volta in volta, la visione di insieme degli effetti complessivamente indotti- che la scelta consapevole di allontanarsi dalla neutralità per perseguire precise finalità allocative.

2.3 Concludendo: quali possibili riforme?

Nelle Tabelle 3 - 10 vengono illustrati, continuando ad utilizzare come strumento di indagine quello delle aliquote effettive marginali totali di imposta, gli effetti di alcune possibili riforme del sistema di tassazione dei redditi da capitale che vadano nella direzione di eliminare le distorsioni potenzialmente indotte dal sistema vigente e

commentate nel precedente paragrafo, sulla base delle aliquote illustrate nella Tabella 2.

2.3.1 La riforma del sistema di tassazione delle società di capitali.

Iniziamo dalla tassazione delle società di capitali. La normativa attualmente in vigore, consentendo al contempo la deducibilità di quote di ammortamento in eccesso all'ammortamento economico, la piena deducibilità degli interessi passivi e il credito di imposta ai dividendi fa sì che il sistema di tassazione delle società di capitali si collochi "a metà strada" fra un sistema che assume come imponibile il cash flow e una che assume come imponibile i profitti. Le Tabelle 3 e 4 illustrano gli effetti di una modificazione della normativa in ciascuna di queste direzioni. O meglio: le aliquote riportate nella Tabella 3 sono calcolate assumendo che per tutti i beni capitali sia consentita la piena deducibilità della spesa di investimento nell'anno di acquisizione. Coerentemente si è assunto che gli interessi passivi non siano deducibili dal reddito di impresa, e che non sia concesso il credito di imposta ai dividendi. La Tabella 4 invece ipotizza che, a parità di trattamento vigente per quanto riguarda interessi e dividendi, sia tuttavia abolita la possibilità di dedurre dall'imponibile delle società quote di ammortamento in eccesso all'ammortamento economico. La base ammortizzabile si suppone sia il costo storico. Nelle Tabelle 5 e 6 le stesse aliquote

effettive di imposta sono calcolate introducendo l'ipotesi addizionale che non esistano incentivi agli investimenti, quali crediti di imposta, contributi in conto capitale e crediti agevolati.

Il confronto fra le aliquote marginali effettive riportate nelle Tabelle 3-6 e quelle commentate nel paragrafo precedente (Tabella 2) consente alcune considerazioni.

Modificare il sistema di tassazione delle società di capitali nella direzione di una imposta sul cash flow ha l'effetto di ridurre, se i prezzi sono stabili, la media ponderata delle aliquote marginali effettive di imposta. Questo risultato vale anche per tassi di inflazione positivi, ma non troppo elevati. Se l'inflazione supera il 6% , infatti, il maggior onere connesso all'abolizione della deducibilità degli interessi passivi (nominali) non trova compensazione nel vantaggio connesso alla possibilità di dedurre integralmente la spesa per beni di investimento nell'anno di acquisizione e l'aliquota marginale ponderata aumenta rispetto a quanto osservato in base alla legislazione vigente (nel 1985).

L'abolizione della normativa che consente alle imprese di dedurre quote in eccesso rispetto all'ammortamento economico avrebbe invece, ceteris paribus, l'effetto di aumentare notevolmente il "cuneo" di imposta fra rendimenti lordi e netti sull'investimento e sul risparmio. Ipotizzando un tasso di inflazione del 5% l'aliquota marginale ponderata passerebbe infatti dal 14.6% al 43.5%.

Entrambe le modificazioni esaminate nella tassazione delle società di capitali avrebbero l'effetto di ridurre drasticamente le discriminazioni esistenti fra diversi beni capitali e settori di attività economica. Queste discriminazioni, invero, si annullerebbero completamente se queste modifiche fossero accompagnate da una abolizione degli incentivi agli investimenti, concessi nella forma di trasferimenti, crediti agevolati, etc. (cfr. Tabelle 5 e 6). A differenza di quanto accade con una cash flow tax, tuttavia, se la normativa tributaria concede la possibilità di dedurre dall'imponibile il solo ammortamento economico dei beni capitali, è necessario, per avere piena neutralità tra l'investimento in beni capitali e settori di attività diversi, che le quote di ammortamento siano indicizzate in base al tasso di inflazione generale. Ciò può essere visto confrontando le aliquote effettive riportate nella Tabella 6 con quelle della Tabella 7, ove si è introdotta l'ipotesi addizionale di indicizzazione delle quote di ammortamento al tasso generale di aumento dei prezzi.

Limitarsi a riformare, secondo le direzioni appena esaminate, la tassazione delle società di capitali, senza toccare quella personale, lascerebbe evidentemente presenti profonde discriminazioni nel trattamento delle diverse fonti e circuiti di finanziamento disponibili per le imprese. Tuttavia, la natura di queste discriminazioni sarebbe molto diversa a seconda che la "riforma" nel sistema di tassazione delle società di capitali andasse nella direzione di un

sistema di tassazione sul flusso dei fondi o sui profitti. Nel primo caso, data la non deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile delle società, l'indebitamento cesserebbe di essere la fonte di finanziamento privilegiata (dal punto di vista fiscale). Inoltre, data la più favorevole tassazione, riservata dal sistema tributario vigente alla tassazione delle plusvalenze, rispetto agli interessi percepiti dagli investitori nei titoli dell'impresa, la fonte privilegiata di finanziamento risulterebbe essere quella con utili trattenuti. Ciò non accade, invece, se la modificazione del sistema di tassazione delle società di capitali va nella direzione di abolire gli incentivi concessi sotto forma di ammortamenti anticipati, mantenendo però la deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle società.

2.3.2 La riforma della tassazione dei redditi delle attività finanziarie.

Per abolire le discriminazioni indotte dal sistema tributario fra fonti e circuiti alternativi di finanziamento degli investimenti occorre modificare, nelle direzioni indicate nel paragrafo 1.5 la tassazione personale dei redditi da capitale percepiti da colui che finanzia, in ultima istanza, il progetto di investimento. Anche il trattamento degli interessi passivi in sede di determinazione del reddito di impresa va esplicitamente considerato.

Nella Tabella 8 si è ipotizzato che a fianco di un sistema di tassazione delle società basato sul cash flow il sistema tributario preveda un medesimo trattamento dei redditi da capitale indipendentemente dalla forma in cui questi redditi sono percepiti (interessi, dividendi e plusvalenze) e dal circuito adottato. Non è la sede, questa, per entrare nel merito delle modalità concrete con cui, ad esempio, dovrebbe essere modificato il regime di tassazione delle imprese di assicurazione o dei fondi comuni al fine di ottenere questo risultato. Ci limitiamo ad osservare, qui di seguito, che le aliquote effettive riportate nella Tabella 8 sono state calcolate ipotizzando che ogni tipo di reddito da capitale sia tassato con l'aliquota marginale del 42.5%, che è quella media da noi stimata per i dividendi percepiti direttamente da un investitore-persona fisica, ai fini del calcolo delle aliquote effettive illustrate nella Tabella 2 e relative alla normativa in vigore nel 1985. Come si nota dalla Tabella 8, l'aliquota effettiva coincide in questo caso (se non vi è inflazione) con l'aliquota marginale dell'imposta personale²¹. L'aumento della aliquote effettiva che si osserva in corrispondenza di tassi di inflazione positivi e crescenti illustra gli effetti indotti da un sistema tributario che non prevede, a livello personale, alcun tipo di aggiustamento dei redditi da capitale al fine

²¹ Il caso qui considerato è quello illustrato nella prima colonna della Tabella 1, discussa nel paragrafo 1.7.

di evitare che, in presenza di un processo inflazionistico, parte del capitale stesso sia incluso nella definizione di imponibile. Se il sistema di tassazione personale fosse indicizzato, infatti, l'aliquota effettiva continuerebbe a coincidere, indipendentemente dal tasso di aumento nel livello dei prezzi osservato, con l'aliquota marginale dell'imposta personale.

Un analogo risultato si ottiene affiancando fra loro un sistema di tassazione delle società basato sui profitti e una imposta sul reddito, a livello personale, che prevede un unico trattamento dei redditi da capitale e la piena integrazione fra imposte sulla società e personali²². Se vi è inflazione, tuttavia, e se il sistema di tassazione personale dei redditi da capitale, così come la deducibilità degli interessi passivi in testa alla società non sono corretti per compensare gli effetti distorsivi indotti dall'inflazione stessa, vi sono in questo caso alcune difficoltà aggiuntive.

Si confrontino fra loro, a questo proposito, le aliquote marginali effettive illustrate nelle Tabelle 9 e 10, ove si è assunto che né i redditi da capitale percepiti dall'investitore nei titoli dell'impresa, né gli interessi passivi in testa alla società siano indicizzati per compensare gli effetti indotti dall'inflazione. Nella prima di queste

²²E' questo il caso illustrato nella quarta colonna della Tabella 1 (paragrafo 1.7).

Tabelle si è assunto inoltre: (a) che l'aliquota complessiva di imposta sulle società sia pari al 36% (si è cioè ipotizzata l'abolizione dell'Ilor, al fine di consentire che il credito concesso ai dividendi, pari ai 9/16 degli utili distribuiti, sia di ammontare tale da rimborsare integralmente le imposte pagate dalla società); (b) che interessi e dividendi siano tassati con l'aliquota del 42.5%, mentre le plusvalenze maturate sono tassate con una aliquota del 10.2% (determinata, per rispettare le condizioni di neutralità ricavate nel paragrafo 1.5 in base alla seguente espressione: $(m-\tau)/(1-\tau)$). Nella Tabella 10, abbiamo mantenuto le medesime ipotesi per quanto riguarda la tassazione personale dei redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese. Abbiamo tuttavia ipotizzato, diversamente da quanto fatto nella Tabella 9, che il credito di imposta ai dividendi sia pari all'86.46% degli utili distribuiti. Ciò è quanto sarebbe necessario se si volessero integralmente rimborsare, in testa al socio, le imposte pagate dalla società in base alle aliquote legali attualmente in vigore, che ammontano infatti (comprendendo sia l'Ilor, sia l'Irpeg) al 46.37% degli utili lordi di impresa. Poichè nel primo caso (Tabella 9) l'aliquota legale dell'imposta sulle società è inferiore a quella in base a cui si è assunto siano tassati, in sede personale, i redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese, l'aliquota marginale effettiva aumenta all'aumentare del tasso di inflazione. Viceversa, nel secondo caso (Tabella 10), che contempla la possibilità che l'aliquota

legale dell'imposta sulle società superi quella in base a cui sono tassati i redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie esigenze di finanziamento, l'aliquota marginale effettiva di imposta è una funzione inversa del tasso di inflazione. In questo caso, infatti, il vantaggio connesso alla deducibilità degli interessi passivi, definiti in termini nominali, dall'imponibile delle società, più che compensa il maggior onere connesso alla mancata indicizzazione dei redditi da capitale in sede di tassazione personale.

ANALISI I. SISTEMI DI TASSAZIONE DELLE SOCIETÀ E PERSONALI SUI REDDITI DA CAPITALE.

Caratteristiche	1	2	3	4
Regime di ammortamento	Deducibilità immediata della spesa di investimento $A = \tau$	Ammortamento economico $A = \tau (\delta - \gamma) / (\delta - \gamma + \rho - \tau)$	Deducibilità immediata della spesa di investimento $A = \tau$	Ammortamento economico $A = \tau (\delta - \gamma) / (\delta - \gamma + \rho - \tau)$
Condizioni di neutralità relative alle decisioni di finanziamento	(a) Non deducibilità interessi passivi $\alpha = 0$	(a) Non deducibilità interessi passivi $\alpha = 0$	(a) deducibilità degli interessi passivi $\alpha = 1$	(a) deducibilità degli interessi passivi $\alpha = 1$
	(b) sistema di tassazione "classico" $\theta = 1$	(b) sistema di tassazione "classico" $\theta = 1$	(b) sistema di totale integrazione $\theta = 1 / (1 - \tau)$	(b) sistema di totale integrazione $\theta = 1 / (1 - \tau)$
	(c) uguale tassazione in sede personale dei redditi delle attività finanziarie $m_b = m_d = z = \tau m$	(c) uguale tassazione in sede personale dei redditi delle attività finanziarie $m_b = m_d = z = \tau m$	(c) uguale tassazione di interessi e utili societari $m_b = m_d$ e $z = (m - \tau) / (1 - \tau)$	(c) uguale tassazione di interessi e utili societari $m_b = m_d$ e $z = (m - \tau) / (1 - \tau)$
Aliquota effettiva marginale totale di imposta (1)	aliquota della imposta personale sul reddito m	aliquote delle imposte sulle società e personali $\tau + m(1 - \tau)$	zero, se l'aliquota dell'imposta personale e sulle società coincidono $(m - \tau) / (1 - \tau)$	aliquota della imposta personale sul reddito m

(1) Nell'ipotesi che non vi sia inflazione o che il sistema di tassazione dei redditi da capitale sia pienamente indicizzato.

Tabella 2. Aliquote effettive marginali di imposta, 1985.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	-3.6	-2.2	-1.5
Fabbricati	14.7	17.7	18.3
Scorte	41.9	37.6	33.3
Settore di attività			
Manifattura	10.4	10.3	9.3
Altre industrie	14.5	15.7	15.7
Commercio	19.6	20.5	20.2
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	-17.8	-35.5	-54.5
Emissione di azioni	26.9	34.7	41.5
Autofinanziamento	21.6	26.3	30.0
Detentore dei titoli			
Famiglie	14.7	15.5	15.3
Fondi comuni	20.3	23.0	24.6
Imprese di assicuraz.	-0.6	-8.6	-17.9
Media ponderata	14.2	14.6	14.1

Tabella 3. Aliquote effettive marginali di imposta.
Deducibilità immediata della spesa di investimento;
sistema di tassazione classico; non deducibilità
degli interessi passivi.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	3.4	9.3	15.2
Fabbricati	7.0	12.9	18.8
Scorte	12.4	18.5	24.7
Settore di attività			
Manifattura	0.9	6.7	12.5
Altre industrie	12.2	18.3	24.4
Commercio	12.3	18.4	24.5
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	15.2	25.1	35.0
Emissione di azioni	35.7	55.3	74.9
Autofinanziamento	-5.6	-5.6	-5.6
Detentore dei titoli			
Famiglie	7.8	14.2	20.6
Fondi comuni	0.5	2.2	3.9
Imprese di assicuraz.	-5.6	-5.6	-5.6
Media ponderata	6.9	12.9	19.3

Tabella 4. Aliquote effettive marginali di imposta. Deducibilità delle quote di ammortamento in base al "vero" ammortamento economico; base ammortizzabile: costo storico.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	37.0	47.2	52.7
Fabbricati	39.2	43.6	43.7
Scorte	41.9	37.6	33.3
Settore di attività			
Manifattura	35.9	39.5	40.0
Altre industrie	41.7	47.8	50.0
Commercio	41.8	46.6	48.1
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	16.4	4.3	-12.4
Emissione di azioni	48.0	59.2	67.6
Autofinanziamento	44.2	52.6	57.9
Detentore dei titoli			
Famiglie	39.4	44.2	45.7
Fondi comuni	44.1	50.6	53.9
Imprese di assicuraz.	28.5	25.2	18.0
Media ponderata	39.0	43.5	44.7

Tabella 5. Aliquote effettive marginali di imposta.
 Deducibilità immediata della spesa di investimento;
 sistema di tassazione classico; non deducibilità
 degli interessi passivi; abolizione degli incentivi finanziari

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	12.4	18.5	24.7
Fabbricati	12.4	18.5	24.7
Scorte	12.4	18.5	24.7
Settore di attività			
Manifattura	12.4	18.5	24.7
Altre industrie	12.4	18.5	24.7
Commercio	12.4	18.5	24.7
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	21.8	32.6	43.5
Emissione di azioni	39.2	58.8	78.3
Autofinanziamento	0.1	0.1	0.1
Detentore dei titoli			
Famiglie	13.2	18.9	26.4
Fondi comuni	6.2	8.1	9.9
Imprese di assicuraz.	0.6	0.9	1.1
Media ponderata	12.4	18.5	24.7

Tabella 6. Aliquote effettive marginali di imposta.
 Deducibilità delle quote di ammortamento in base al
 "vero" ammortamento economico; base ammortizzabile:
 costo storico; abolizione degli incentivi finanziari.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	41.9	52.3	58.1
Fabbricati	41.9	46.6	47.1
Scorte	41.9	37.6	33.3
Settore di attività			
Manifattura	41.9	45.8	46.8
Altre industrie	41.9	48.1	50.5
Commercio	41.9	46.8	48.4
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	21.8	10.9	-4.4
Emissione di azioni	50.1	61.3	69.6
Autofinanziamento	46.5	54.8	60.1
Detentore dei titoli			
Famiglie	42.2	47.3	49.1
Fondi comuni	46.6	53.2	56.6
Imprese di assicuraz.	31.8	28.8	21.9
Media ponderata	41.9	46.6	48.1

Tabella 7. Aliquote effettive marginali di imposta.
 Deducibilità delle quote di ammortamento in base al
 "vero" ammortamento economico; base ammortizzabile:
 costo storico rivalutato con l'indice generale dei prezzi;
 abolizione degli incentivi finanziari.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	41.9	37.6	33.3
Fabbricati	41.9	37.6	33.3
Scorte	41.9	37.6	33.3
Settore di attività			
Manifattura	41.9	37.6	33.3
Altre industrie	41.9	37.6	33.3
Commercio	41.9	37.6	33.3
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	21.8	-1.2	-24.2
Emissione di azioni	50.1	53.5	56.9
Autofinanziamento	46.5	46.5	46.5
Detentore dei titoli			
Famiglie	42.2	38.3	34.45
Fondi comuni	46.6	44.6	42.48
Imprese di assicuraz.	31.8	18.2	4.6
Media ponderata	41.9	37.6	33.3

Tabella 8. Aliquote effettive marginali di imposta.
 Deducibilità immediata della spesa di investimento;
 sistema di tassazione classico; non deducibilità
 degli interessi passivi; abolizione degli incentivi finanziari;
 tassazione personale con aliquota uniforme (42.5%), non indicizzata.

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	42.5	63.7	84.9
Fabbricati	42.5	63.7	84.9
Scorte	42.5	63.7	84.9
Settore di attività			
Manifattura	42.5	63.7	84.9
Altre industrie	42.5	63.7	84.9
Commercio	42.5	63.7	84.9
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	42.5	63.7	84.9
Emissione di azioni	42.5	63.7	84.9
Autofinanziamento	42.5	63.7	84.9
Detentore dei titoli			
Famiglie	42.5	63.7	84.9
Fondi comuni	42.5	63.7	84.9
Imprese di assicuraz.	42.5	63.7	84.9
Media ponderata	42.5	63.7	84.9

Tabella 9. Aliquote effettive marginali di imposta, 1985.
 Deducibilità delle quote di ammortamento in base al
 "vero" ammortamento economico (indicizzate); abolizione degli
 incentivi finanziari; aliquota di imposta sulle società: 36%;
 tassazione personale con aliquota uniforme (42.5%),
 non indicizzata(1).

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	42.5	47.5	52.6
Fabbricati	42.5	47.5	52.6
Scorte	42.5	47.5	52.6
Settore di attività			
Manifattura	42.5	47.5	52.6
Altre industrie	42.5	47.5	52.6
Commercio	42.5	47.5	52.6
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	42.5	47.5	52.6
Emissione di azioni	42.5	47.5	52.6
Autofinanziamento	42.5	47.5	52.6
Detentore dei titoli			
Famiglie	42.5	47.5	52.6
Fondi comuni	42.5	47.5	52.6
Imprese di assicuraz.	42.5	47.5	52.6
Media ponderata	42.5	47.5	52.6

(1) Si è ipotizzato che interessi e dividendi siano tassati in base all'aliquota uniforme del 42.5%; gli interessi sono deducibili dall'imponibile delle società e ai dividendi è concesso un credito totale di imposta; le plusvalenze maturate sono tassate con la seguente aliquota: $z = (m - \tau) / (1 - \tau)$.

Tabella 10. Aliquote effettive marginali di imposta, 1985.
 Deducibilità delle quote di ammortamento in base al
 "vero" ammortamento economico (indicizzate); abolizione
 degli incentivi finanziari; aliquota di imposta sulle società: 46.37%;
 tassazione personale con aliquota uniforme (42.5%),
 non indicizzata (1).

	Tasso di inflazione		
	zero	5%	10%
Bene capitale			
Macchinari	42.5	38.8	35.2
Fabbricati	42.5	38.8	35.2
Scorte	42.5	38.8	35.2
Settore di attività			
Manifattura	42.5	38.8	35.2
Altre industrie	42.5	38.8	35.2
Commercio	42.5	38.8	35.2
Fonte di finanziamento			
Indebitamento	42.5	38.8	35.2
Emissione di azioni	42.5	38.8	35.2
Autofinanziamento	42.5	38.8	35.2
Detentore dei titoli			
Famiglie	42.5	38.8	35.2
Fondi comuni	42.5	38.8	35.2
Imprese di assicuraz.	42.5	38.8	35.2
Media ponderata	42.5	38.8	35.2

(1) Vedi nota alla Tabella 9.

Riferimenti bibliografici

AUERBACH, A. J. (1979), "Wealth Maximization and the Cost of Capital", Quarterly Journal of Economics, agosto, 93 (3), pp. 433-46.

BOADWAY, R.; BRUCE, N. (1984), "A General Proposition on the Design of a Neutral Business Tax", Journal of Public Economics, luglio, 24 (2), pp.231-39.

BOADWAY, R.; BRUCE, N.; MINTZ, J. (1984), "The role and Design of the Corporate Income Tax", Scandinavian Journal of Economics, 86(2), pp.286-99.

BOADWAY, R.; WILDASIN, D. E. (1984), Public Sector Economics, 2^a ed., Boston, Toronto, Little Brown and Company.

BRADFORD, D. F. (1981), "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distribution", Journal of Public Economics, aprile, 15(1), pp. 1-22.

BROWN, C. E. (1948), "Business Income Tax and Investment Incentives", in Income, Employment and Public Policy, Essays in Honor of Alvin H. Hansen, New York, W.W. Norton; ristampato in Readings in the Economics of Taxation, eds.: R. A. MUSGRAVE e C. S. SHOUP, American Economic Association, George Allen and Unwin, 1959.

CANADIAN ROYAL COMMISSION ON TAXATION (1966), "Report", Queen's Printer, Ottawa.

CHIRINKO, R. S. (1986), "Business Investment and Tax Policy: a Perspective on Existing Models and Empirical Results", National Tax Journal, giugno, 39(2), pp.137-55.

EDWARDS, J. S. S. (1982), "On the Case for a Flow of Funds Corporation Tax", I.F.S. Working Paper, agosto, n.35.

FULLERTON, D. (1984), "Which Effective Tax Rate?", National Tax Journal, marzo, 37(1), pp. 23-41.

GIANNINI, S. (1986), "Strategie di finanziamento delle imprese, decisioni di risparmio e ruolo del sistema tributario", Collana dei Rapporti Scientifici del Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bologna, n.24, febbraio.

GIANNINI, S. (1987), "The Incentive Effects of the Taxation of Income from Capital in the Italian Corporate Sector", paper presentato alla Conferenza Internazionale sul Costo del Capitale, Harvard University, 19-21 novembre 1987;

trad. it. in Note di Economia e Finanza, Euromobiliare, Milano, in corso di pubblicazione.

HALL, R. E.; JORGENSON, D. W. (1967), "Tax policy and Investment Behavior", American Economic Review, giugno, 57 (3), pp. 391-414.

JORGENSON, D. W. (1963), "Capital Theory and Investment Behavior", American Economic Review, maggio, 53 (2), pp. 247-259.

JORGENSON, D. W. (1967), "The Theory of Investment Behavior", in Determinants of Investment Behavior, ed.: R. Ferber, N.B.E.R., New York.

KALECKI, M. (1944), "Three Ways to Full Employment", in The Economics to Full Employment, Oxford, Basil Blackwell & Mott Ltd.; trad. it. L'economia della piena occupazione, Torino, Rosenberg & Sellier, 1979.

KING, M. A. (1975), "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", Journal of Public Economics, agosto, 4(3), pp.271-9.

KING, M. A. (1977), Public Policy and the Corporation, London, Chapman and Hall.

KING, M. A. e FULLERTON, D. (1984), The Taxation of Income from Capital: a Comparative Study of the U. S., U. K., Sweden and West Germany, N.B.E.R., Chicago, The University of Chicago Press.

MEADE COMMITTEE (1978), The Structure and Reform of Direct Taxation, I.F.S. London, George Allen and Unwin.

SAMUELSON, P. A. (1964), "Tax Deductibility of Economic Depreciation to Insure Invariant Valuations", Journal of Political Economy, dicembre, 72(6), pp.604-6.

SANDMO, A. (1974), "Investment Incentives and the Corporation Income Tax", Journal of Political Economy, marzo-aprile, 82(2), pp.287-302.

SMITH, V. L. (1963), "Tax Depreciation Policy and Investment Theory", International Economic Review, gennaio 4(1), pp.80-91.

SUMNER, M. T. (1975), "Neutrality of Corporate Taxation or on not Accounting for Inflation", The Manchester School, dicembre, 43(4), pp.353-61.

SIMONS, H. C. (1938), Personal Income Taxation, Chicago, University of Chicago Press.

STIGLITZ, J. E. (1976), "The Corporation Tax", Journal of Public Economics, 5, pp. 303-11.

U. S. PRESIDENT (1985), The President's Tax Proposals to the Congress for Fairness, Growth and Simplicity, Washington D. C., maggio.

U. S. TREASURY (1977), Blueprints for Basic Tax Reform, D.C. Department of Treasury, gennaio.

U. S. TREASURY (1984), Treasury Department Report to the President, Tax Reform for Fairness, Simplicity and Economic Growth, D.C. Department of Treasury, novembre.