

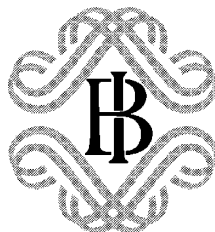
BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Gli effetti economici del nuovo regime di tassazione
delle rendite finanziarie**

di Riccardo Cesari



Numero 349 - Marzo 1999

La serie “Temi di discussione” intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all’interno della Banca d’Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l’Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell’Istituto.

Comitato di redazione:

MASSIMO ROCCAS, CARLO MONTICELLI, GIUSEPPE PARIGI, ROBERTO RINALDI, DANIELE TERLIZZESE, PAOLO ZAFFARONI; SILIA MIGLIARUCCI (*segretaria*).

GLI EFFETTI ECONOMICI DEL NUOVO REGIME DI TASSAZIONE DELLE RENDITE FINANZIARIE ^(*)

di Riccardo Cesari ^(**)

Sommario

Il lavoro analizza gli effetti economici del nuovo regime fiscale in vigore dal 1° luglio 1998. Mentre la differenza rispetto al precedente regime è trascurabile per i portafogli obbligazionari, la tassazione delle plusvalenze incide sensibilmente sui portafogli azionari, riducendo i rendimenti positivi ma anche aumentando i rendimenti negativi (credito d'imposta). L'effetto di *risk sharing* determinato dalla nuova legislazione riduce rendimento atteso e volatilità e, sotto certe condizioni, può tradursi in una maggiore domanda di attività rischiose e in maggiori rendimenti lordi di equilibrio. L'uniformità delle aliquote e il meccanismo dell'equalizzatore tendono a eliminare distorsioni ed effetti di *lock-in* e a garantire la neutralità della tassazione sul mercato finanziario. I vantaggi fiscali riconosciuti al risparmio gestito trovano tuttavia un limite nelle difficoltà di armonizzazione e coesistenza fiscale tra sistemi nazionali diversi in concorrenza tra loro.

Indice

1. Introduzione	p. 7
2. I tre aspetti innovativi della riforma	p. 8
3. Gli effetti sul rendimento e la volatilità delle gestioni	p. 12
4. Gli effetti sulle scelte di portafoglio degli investitori	p. 16
4.1 Il punto di vista del "nettista"	p. 19
4.2 Il punto di vista del "lordista"	p. 22
5. Gli effetti sui prezzi delle azioni	p. 23
6. Tassazione sulle imprese e sulle attività finanziarie: effetti congiunti	p. 26
7. Effetti di clientela sul mercato finanziario	p. 28
8. Vantaggi competitivi dei gestori	p. 30
9. Conclusioni e prospettive	p. 33
Appendice: Lo schema della riforma	p. 35
Riferimenti bibliografici	p. 39

^(*) Lavoro presentato al Seminario tenuto presso il Servizio Studi della Banca d'Italia il 24 giugno 1998.

^(**) Università di Bologna, Facoltà di Economia.

1. INTRODUZIONE ¹

La recente riforma della tassazione sulle attività finanziarie, esaminata in questo lavoro, fa parte di un insieme più ampio e coordinato di interventi che investono la tassazione sulle persone fisiche (riforma dell'Irpef), la tassazione delle imprese (Irap e Dit), la tassazione dei redditi di capitale. Una tassazione progressiva sui redditi da lavoro e una (bassa) tassazione proporzionale su tutti i redditi di capitale, sia fisico (utili d'impresa) che finanziario, sembrano essere l'obiettivo di medio periodo verso cui è indirizzato l'intero sistema fiscale².

Con riferimento alle attività finanziarie, il riordino della disciplina tributaria contenuto nel decreto legislativo del 21 novembre 1997 n. 461 riflette l'interpretazione delle linee di indirizzo espresse nella legge delega del 23 dicembre 1996. A sua volta questa giungeva alla fine di un lungo dibattito avviatosi all'inizio degli anni '80 (Commissioni Reviglio e Andreatta) e divenuto particolarmente urgente a seguito della liberalizzazione valutaria e della fine delle restrizioni ai movimenti di capitale anche a breve termine.

Infatti, in assenza di una armonizzazione complessiva, le disparità di trattamento fiscale diventano una determinante importante nelle scelte di diversificazione territoriale degli investimenti e di insediamento degli intermediari.

La crescente competizione fiscale che ne discende, volta a trattenere l'investitore domestico e ad attrarre l'investitore non residente, ha costretto ad un ampio ripensamento del sistema italiano di tassazione delle attività finanziarie, divenuto ormai "un coacervo di regimi e aliquote privo di qualsiasi giustificazione razionale"³.

La riforma qui esaminata rappresenta un intervento di notevole profondità e innovazione non solo rispetto al previgente regime italiano ma

¹ Ringrazio Vieri Ceriani, Paolo Ciocca, Daniela Monacelli, Alfredo Muzzi, Fabio Panetta, Carlo Rizzo, Federico Signorini della Banca d'Italia, Rony Hamaui della Banca Commerciale Italiana, Silvia Giannini dell'Università di Bologna e Maria Cecilia Guerra dell'Università di Modena per gli aiuti e i suggerimenti. Il lavoro ha beneficiato anche dei commenti di un anonimo *referee* e dei partecipanti a un seminario di Assogestioni (Milano, 9 giugno 1998) e di Banca d'Italia (Roma, 24 giugno 1998). Tuttavia ogni responsabilità è solo dell'autore.

² La maggior imposizione sui redditi da lavoro si giustificerebbe con il trattamento riservato agli investimenti in capitale umano, in genere sovvenzionati dallo Stato. Tuttavia la minor mobilità del fattore lavoro rispetto al capitale può determinare un peggior trattamento fiscale, soprattutto nel Paese con maggiori esigenze di gettito.

³ Guerra (1995b) p. 185. In tale situazione gli effetti della semplificazione fiscale diventano subito tangibili. Ad esempio, l'abolizione dal 1° gennaio 1997 delle ritenute alla fonte sugli interessi incassati da non residenti ha contribuito nel corso del 1996 a ridurre il differenziale BTP-swap tra Italia e Germania e con esso il premio al rischio sui titoli italiani. Cfr. Banca d'Italia (1996, p. 54).

anche nel confronto con gli altri sistemi nazionali. Parimenti, le conseguenze economiche, alla luce anche degli aggiustamenti della riforma in corso di recepimento, riguarderanno sia i comportamenti degli intermediari, compresa l'Amministrazione pubblica, sia le scelte dei risparmiatori.

Nel paragrafo 2 i principali aspetti innovativi del nuovo regime vengono brevemente indicati, rinviando all'Appendice per un esame più dettagliato; nel paragrafo 3 vengono esaminati gli effetti sul rendimento e la volatilità dei portafogli; nel paragrafo 4 si considera la relazione tra tassazione e assunzione di rischio da parte degli investitori; il paragrafo 5 considera l'effetto su prezzi e rendimenti d'equilibrio dei titoli azionari mentre il paragrafo 6 estende tali considerazioni in presenza di modifiche della tassazione sia dei *capital gains* sia degli utili d'impresa; il paragrafo 7 esamina vecchi e nuovi effetti di clientela sul mercato finanziario mentre il paragrafo 8 fornisce alcune considerazioni sulla competitività tra gestori e l'analisi della loro performance in un contesto di concorrenza internazionale; il paragrafo 9 chiude il lavoro con alcune considerazioni sugli effetti negativi della competizione fiscale e le prospettive recenti di cooperazione e 'coesistenza' fiscale nella Comunità europea.

2. I TRE ASPETTI INNOVATIVI DELLA RIFORMA

Da un punto di vista economico, la grande novità della riforma del 1° luglio è rappresentata dalla tassazione dei guadagni in conto capitale su tutte le attività finanziarie possedute dalle persone fisiche (azioni, obbligazioni, prodotti derivati, valute, metalli preziosi).

Di più, tale tassazione:

- avviene, con alcune eccezioni importanti, alla medesima aliquota dei guadagni in conto reddito (cedole e dividendi), indipendentemente dallo strumento sottostante, elementare o derivato;
- fa riferimento, in via preminente, al reddito maturato, introducendo un meccanismo (equalizzatore) finalizzato a rendere equivalente la tassazione per cassa sui guadagni realizzati alla tassazione per competenza sui guadagni maturati nel periodo fiscale.

La rilevanza di questi tre aspetti innovativi si coglie tenendo presente il regime di tassazione pre riforma, la sua genesi e la sua contorta evoluzione.

La tassazione dei *capital gains*. La tassazione dei *capital gains* in Italia ha avuto una storia molto travagliata. La riforma del 1973 escludeva di fatto

la loro tassazione in capo alle persone fisiche⁴: si riteneva che la tassazione delle plusvalenze azionarie, in presenza della tassazione del reddito delle persone giuridiche, si configurasse come una doppia tassazione e una spinta alle fughe di capitali verso l'estero. In questo senso si spiega anche il passaggio dei dividendi dalla loro inclusione piena nell'imponibile Irpef (riforma del 1973) alla imposizione con cedolare secca del 30 e poi 50% (L. 7.6.74 n. 216 e L. 6.12.1976 n. 788), di nuovo nell'imponibile Irpef con credito d'imposta (artt.1 e 2 L. 16.12.77 n. 904) fino alla tassazione (opzionale) con ritenuta a titolo d'imposta del 12.5% (art. 4 DL 10.6.94 n.357).

In realtà, a causa della diversa distribuzione della ricchezza finanziaria rispetto al reddito, l'assenza di una tassazione delle plusvalenze può non solo annullare la progressività del sistema tributario (art. 53 Cost.) ma determinare caratteri di regressività.

Tra il 1990 e il 1991 il legislatore ha cercato di ricondurre a tassazione anche le plusvalenze realizzate dalle persone fisiche sollevando critiche e reazioni negative in un mercato già depresso dalla crisi del Golfo.

Le difficoltà di applicazione⁵ hanno determinato un periodo di sospensione dell'imposta sui titoli quotati e di reiterato rinvio della questione fino alla delega al Governo sul riordino del trattamento fiscale delle attività finanziarie (art. 3 com.160 L. 23.12.96 n. 662) e alla relativa riforma governativa in vigore dal 1° luglio 1998 (D.Lgs 21.11.97 n.461)⁶.

Le aliquote: poche, uniformi e di validità generale. Nel precedente regime, una lunga serie di sedimentazioni fiscali avevano creato un sistema di aliquote su redditi di capitale complesso e incoerente, volto a favorire o penalizzare certi emittenti, certe durate, certe tipologie d'investimento rispetto ad altre, con effetti di distorsione allocativa difficilmente riconducibili a un disegno unitario e consapevole⁷. La riduzione del

⁴ Le plusvalenze finanziarie (senza previsione di crediti d'imposta in caso di minusvalenze) erano inizialmente tassate con l'aliquota progressiva solo in caso di "fini speculativi" (art. 76 DPR 29.9.73 n. 597) da dimostrare da parte dell'amministrazione fiscale. In seguito (art. 3 L. 17.2.85 n. 17 e art. 7 L. 11.3.88 n. 67) la presunzione di intento speculativo è stata definita solo per la vendita di partecipazioni rilevanti possedute per meno di 5 anni. Sull'evoluzione del sistema fiscale italiano si vedano Bosi (1996), Ceriani, Frasca e Monacelli (1992), Banca d'Italia (1987, 1989).

⁵ Il regime prevedeva due possibilità: la tassazione con aliquota 25% delle plusvalenze nette realizzate al netto della componente inflazionistica (deflatore del PIL), dichiarate analiticamente e autocertificate, con deducibilità delle minus fino al quinto anno successivo, oppure la tassazione forfetaria del 15% operata da un intermediario all'atto della vendita su un imponibile pari a una quota tra il 2 e il 7% del valore di cessione.

⁶ Si noti che nella stessa data il D.Lgs. 21.11.1997 n. 435 ha abolito dal 1° gennaio 1998 la tassa sui contratti di Borsa (fissato bollato). La relazione tra "fissato bollato" e tassazione dei *capital gains* è stata analizzata da Kennedy (1956) e Shoup (1957).

⁷ Giannini (1989) p. 111.

numero di aliquote da 16 a 2 (12.5% e 27%) realizzato dalla riforma in esame⁸ rappresenta un passo significativo verso l'aliquota unica sulle diverse attività finanziarie e sulle diverse fonti di reddito (dividendi e plusvalenze), riduce distorsioni e segmentazioni e toglie ragion d'essere a un'ampia attività di arbitraggio e di elusione fiscale nonché di innovazione finanziaria determinata solo dalle incongruenze della legislazione fiscale.

Da un punto di vista economico, inoltre, non c'è differenza tra reddito derivante da dividendi e reddito derivante da plusvalenze (realizzate o non)⁹ e quindi non c'è giustificazione a un diverso trattamento fiscale dei due proventi. Al contrario trattamenti differenziati (come nel precedente regime) generano effetti di non neutralità e inefficienza, alterando le convenienze relative tra distribuzione degli utili e accantonamento, tra indebitamento e capitale di rischio¹⁰, impieghi reali e finanziari, investimenti a breve e a più lungo termine.¹¹

Lo stesso discorso vale per le diverse tipologie di strumenti finanziari. Obbligazioni, azioni e derivati (futures, options, swaps etc.) sono teoricamente e concretamente intercambiabili nel senso che combinazioni (variabili) di alcuni strumenti generano gli stessi flussi di cassa di altri e quindi ogni trattamento differenziale oltre ad essere teoricamente senza fondamento servirebbe solo a stimolare arbitraggi fiscali, pratiche elusive e nuova produzione legislativa.

La discriminazione mantenuta nel nuovo regime a sfavore di alcune tipologie di emittenti e/o di strumenti tassati con l'aliquota più elevata (27%) trova giustificazione solo con preoccupazioni di gettito (depositi, c/correnti e CD bancari) o con riferimento alla non quotazione o *non marketability* o illiquidità dei titoli (obbligazioni di società non quotate, titoli atipici etc.), penalizzati rispetto a quelli destinati al "risparmio

⁸ Il Libro Bianco sulla riforma fiscale del Ministero delle Finanze (1995) contava 16 regimi fiscali diversi sulle attività finanziarie.

⁹ Secondo la classica definizione di Hicks (1946², p. 172), si definisce reddito di un soggetto il massimo ammontare che in un dato periodo egli può spendere in consumi senza portare il valore della sua ricchezza sotto il livello che aveva a inizio periodo. Ne segue che le plusvalenze non realizzate sono reddito a tutti gli effetti. In contrapposizione a questa definizione (reddito-entrata) ne veniva data una (reddito-prodotto) che definendo il reddito come il risultato dell'impiego di fattori produttivi (lavoro e capitale) portava ad escludere la tassazione delle plusvalenze. Come nota Ciocca (1998), il ricorso massiccio al risparmio gestito annulla tale contrapposizione.

¹⁰ L'effetto della tassazione delle plusvalenze sull'aliquota fiscale effettiva delle diverse forme di finanziamento delle imprese dipende dal regime fiscale degli utili, recentemente modificato in misura sensibile da Irap e Dit. A legislazione invariata l'effetto della tassazione delle plusvalenze poteva determinare un aumento del "cuneo fiscale" relativo all'autofinanziamento, già penalizzato rispetto al finanziamento con capitale di debito che gode, per la deducibilità degli interessi passivi, di un'aliquota fiscale effettiva negativa (sussidio fiscale).

¹¹ L'introduzione del nuovo regime in un periodo di bassa inflazione consente di accantonare provvisoriamente il problema della tassazione del solo reddito reale del capitale finanziario. In presenza di inflazione, la tassazione colpisce anche il valore capitale in termini reali.

popolare”¹². Anche questa residua discriminazione dovrebbe venir meno in futuro, a vantaggio dell’omogeneità e neutralità del sistema fiscale.

La tassazione per competenza. La tassazione del reddito maturato (tassazione per competenza) più che di quello realizzato (tassazione per cassa) semplifica, dal punto di vista dell’impianto generale, l’amministrazione del prelievo fiscale e consente di evitare l’impatto negativo sulla liquidità e l’efficienza del mercato che si avrebbe a causa di fenomeni di *lock-in* indotti dalla tassazione delle sole plusvalenze realizzate. Infatti, la presenza di una tassazione sui guadagni realizzati potrebbe indurre l’investitore a rimandare la vendita dei titoli, bloccando il portafoglio (effetto *lock-in*) e distorcendo l’allocazione efficiente dei diritti.

Di fatto la riforma mantiene la tassazione delle plusvalenze al momento del realizzo ma, attraverso un fattore di rettifica (meccanismo dell’equalizzatore) dovrebbe rendere grosso modo equivalente la tassazione al realizzo con quella alla maturazione. Viene infatti compensato il risparmio d’imposta derivante dal posponimento della tassa sulle plusvalenze con un ampliamento della plus imponibile mentre, almeno in linea di principio, il minor credito d’imposta derivante dal posponimento delle minus dovrebbe essere ovviato con una riduzione della base imponibile¹³.

Le conseguenze di una tassazione per cassa si possono cogliere considerando il caso degli Stati Uniti ove i *capital gains* sono formalmente tassati alla realizzazione al 40% dell’aliquota “irpef” mentre di fatto danno luogo a un’ampia attività di arbitraggio e di evasione, con realizzazione delle perdite e posponimento dei guadagni (*straddle*) fino a far scendere l’aliquota effettiva, secondo alcune stime, intorno al 5%. In tal caso, una riduzione dell’aliquota legale determinerebbe un aumento degli scambi di titoli tale da far aumentare anziché ridurre il gettito fiscale¹⁴.

La tassazione delle plusvalenze maturate, pur con l’approssimazione dell’equalizzatore, elimina alla radice l’intera questione.

¹² L’art. 3 com. 160 let.1 della legge delega fa esplicito riferimento per la differenziazione delle aliquote all’art. 47 della Costituzione italiana.

¹³ Si tenga presente che fatta eccezione per i rapporti di gestione, le minusvalenze sono deducibili solo da plusvalenze ed entro il quarto periodo d’imposta successivo.

¹⁴ Si vedano Ando, Blume e Friend (1985, cap.3), Feldstein (1980), Felstein, Slemrod e Yitzhaki (1980), Poterba (1987).

3. GLI EFFETTI SUL RENDIMENTO E LA VOLATILITÀ DELLE GESTIONI

Le gestioni di portafoglio subiscono gli effetti contrapposti di benefici ed aggravii fiscali: se alcune imposte sostitutive sono eliminate (come la patrimoniale sui fondi comuni) altre sono introdotte (*in primis* la tassazione dei *capital gains*).

L'effetto netto d'impatto del nuovo regime varia a seconda del portafoglio gestito e del peso che i guadagni in c/capitale hanno rispetto a quelli in c/reddito¹⁵.

Per avere un'idea di prima approssimazione dell'effetto netto complessivo, *ceteris paribus*¹⁶, del nuovo regime si possono prendere in esame due portafogli *benchmark* per il mercato italiano, uno obbligazionario (*J.P.Morgan Government Bond Index*) e uno azionario (*Morgan Stanley Capital International Index*), introducendo la tassazione di interessi e plusvalenze con il vecchio regime e con il nuovo.

Mentre in quest'ultimo la tassazione è al 12.5% sul *total return* al netto delle commissioni di gestione, nel precedente regime la tassazione è alla fonte al 12.5% solo sugli interessi incassati, per cui, equivalentemente, viene tassato il *total return* al 12.5% con un credito d'imposta di pari aliquota sui *capital gains*. In questo caso, le commissioni di gestione incidono sul patrimonio al netto delle tasse. I risultati delle simulazioni sono riportati nei due grafici seguenti con riferimento a due diversi periodi, il boom 1997-1998 e la crisi 1990-1991.

¹⁵ L'effetto dell'accorpamento del numero di aliquote (al 12.5% quelle che erano fino al 15% e al 27% le altre) riguardando tipologie marginali come i titoli atipici (dal 30% al 27%) e le cambiali finanziarie (dal 15% al 12.5%) si può considerare trascurabile.

¹⁶ L'assunto di *ceteris paribus* è qui particolarmente restrittivo in quanto implica invarianza di comportamento degli operatori sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta.

FIG. 1

AZIONARIO E OBBLIGAZIONARIO 1997

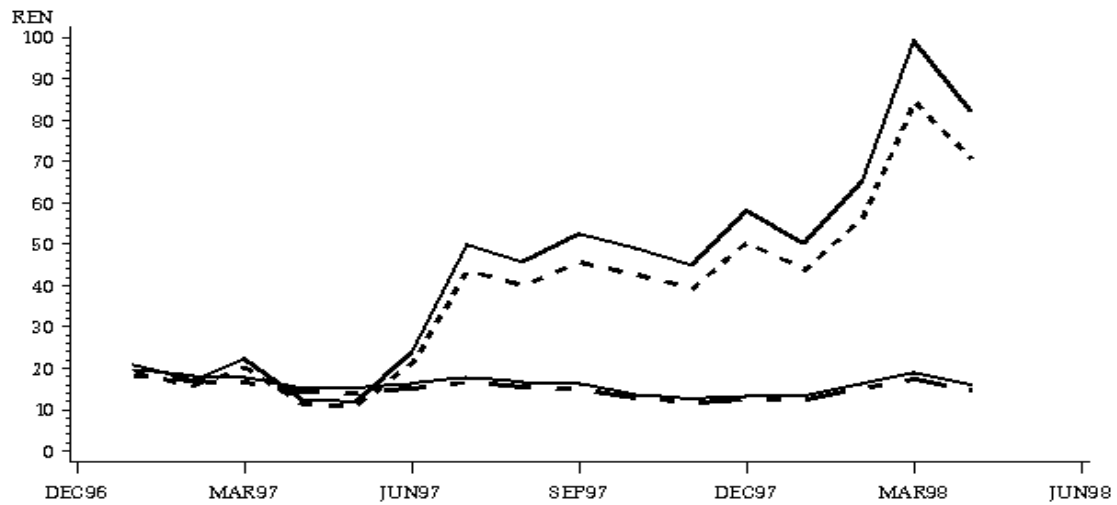
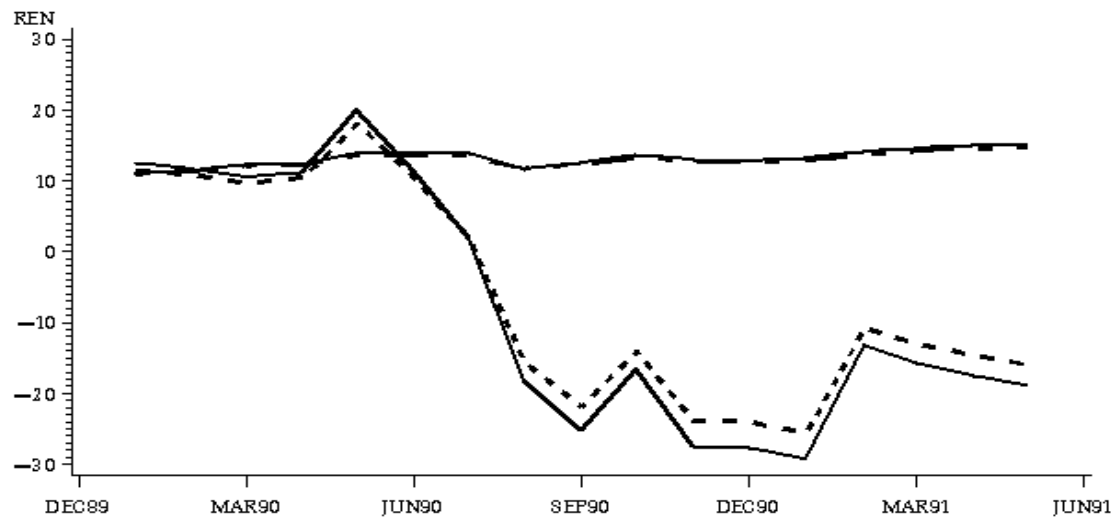


FIG. 2

AZIONARIO E OBBLIGAZIONARIO 1990



Si nota in primo luogo il maggior effetto riduttivo determinato dalla tassazione nel caso del portafoglio azionario rispetto all'obbligazionario. Nel caso delle azioni infatti il peso dei *capital gains/losses* è assai maggiore (5 a 1 in media) rispetto a quello dei dividendi mentre l'opposto avviene nel caso delle obbligazioni.

TAB. 1

SCOMPOSIZIONE DEL TOTAL RETURN LORDO

	PORTAFOGLIO AZIONARIO		PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO	
	PLUSVALENZE	DIVIDENDI	PLUSVALENZE	CEDOLE
1989	13.66	2.98	-0.96	12.96
1990	-29.43	2.18	1.30	13.30
1991	-2.15	3.45	3.75	13.49
1992	-2.59	3.44	-2.50	12.71
1993	46.73	3.27	18.63	13.26
1994	4.60	1.66	-12.68	9.47
1995	-2.41	1.83	7.01	11.04
1996	6.24	2.48	13.71	10.52
1997	55.37	3.22	5.98	8.47
MEDIA	10.00	2.72	3.80	11.69

A regime, l'esiguità della componente di plusvalenza non tassata in precedenza rende trascurabile l'effetto della riforma sulle gestioni obbligazionarie rispetto a quelle azionarie.¹⁷

Un secondo aspetto riguarda la dimensione della riduzione dei rendimenti azionari. La simulazione effettuata indica per il 1997 un calo di oltre -7 punti percentuali contro meno di un punto di riduzione sull'obbligazionario.

Naturalmente nelle fasi di riduzione dei corsi i rendimenti netti nel nuovo regime sono superiori (*ceteris paribus*) a quelli del vecchio regime beneficiando di un credito d'imposta pari in valore attuale alle minusvalenze moltiplicate per l'aliquota fiscale.

¹⁷ Si tenga presente che gli scarti d'emissione sono già tassati a scadenza e che la convergenza del prezzo al valore di rimborso fa sì che per i titoli emessi in prossimità della pari ogni minusvalenza (credito d'imposta) sarà compensata da una successiva plusvalenza e viceversa.

I titoli sopra la pari, come la maggior parte di quelli in circolazione alla data di entrata in vigore della riforma, generano crediti d'imposta da minusvalenze particolarmente significativi in presenza di plusvalenze azionarie.

TAB. 2

**RIDUZIONE DEI RENDIMENTI NETTI ANNUI NEL
NUOVO REGIME**

	PORTAFOGLIO AZIONARIO			PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO		
	LORDI	NETTI NUOVO REGIME	DIFFERENZA NUOVO - VECCHIO	LORDI	NETTI NUOVO REGIME	DIFFERENZA NUOVO - VECCHIO
1989	16.64	13.10	-1.26	12.00	9.71	0.29
1990	-27.25	-25.01	3.70	14.61	11.95	-0.02
1991	1.31	0.02	0.80	17.23	14.19	-0.35
1992	0.85	-0.12	1.11	10.21	8.18	0.51
1993	50.00	41.31	-5.83	31.89	26.65	-2.48
1994	6.25	4.34	0.03	-3.21	-3.44	1.77
1995	-0.58	-1.63	0.80	18.05	14.90	-0.79
1996	8.72	6.43	-0.20	24.23	20.16	-1.73
1997	58.59	48.42	-7.17	14.45	11.82	-0.63
MEDIA	12.73	9.65	-0.89	15.50	12.68	-0.38

L'effetto di *dampening* della tassazione sui *capital gains* (riduzione dei rendimenti positivi, aumento di quelli negativi) ha un riflesso immediato sulla volatilità dei rendimenti che viene così ridotta (in proporzione all'aliquota fiscale) per l'assorbimento del rischio sul bilancio privato da parte del bilancio pubblico.

Nel nuovo regime, considerando la simulazione sul 1998, si avrebbe, *ceteris paribus*, una volatilità del portafoglio azionario del 30% circa, quasi cinque punti inferiore a quella del regime previgente.

Nel 1990 la differenza sarebbe stata di 3 punti, dal 23.5% al 20.6%¹⁸.

¹⁸ Si noti che la volatilità del vecchio regime non cambia passando dai rendimenti lordi a quelli netti dato che la componente tassata (interessi) è sostanzialmente stabile e non contribuisce alla volatilità del *total return*. Questa deriva quasi interamente dalla volatilità delle plusvalenze.

TAB. 3

**LA RIDUZIONE DELLA VOLATILITA' ANNUA NEL NUOVO
REGIME DI TASSAZIONE**

	PORTAFOGLIO AZIONARIO		PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO	
	VECCHIO REGIME	NUOVO REGIME	VECCHIO REGIME	NUOVO REGIME
1989	17.08	14.95	1.32	1.15
1990	23.51	20.57	2.56	2.23
1991	21.26	18.61	3.08	2.69
1992	32.09	28.09	5.60	4.88
1993	26.99	23.62	7.79	6.80
1994	22.73	19.89	5.37	4.69
1995	19.16	16.77	4.96	4.33
1996	21.77	19.05	5.90	5.16
1997	28.13	24.62	5.17	4.52
1998(*)	34.54	30.22	1.36	1.18
MEDIA	24.77	21.67	5.25	4.58

(*) Gennaio-Maggio

4. GLI EFFETTI SULLE SCELTE DI PORTAFOGLIO DEGLI INVESTITORI

La riduzione del rendimento atteso e della volatilità può avere, in linea di principio, gli effetti più diversi sulle scelte di *asset allocation* degli investitori.

In particolare, il legame tra tassazione e assunzione di rischio, a partire dal contributo di Domar e Musgrave (1944), ha visto varie trattazioni con risultati non univoci¹⁹.

Senza analizzare compiutamente la complessa questione, nel seguito si assume come punto di partenza il classico approccio media-varianza e si mostra l'effetto dell'introduzione di una tassa sui *capital gains* sul comportamento di operatori avversi al rischio con utilità quadratica.

¹⁹ Non meno controversa è la relazione tra tassazione e decisioni di risparmio che risulta indeterminata anche in condizioni di certezza a causa dell'effetto positivo sul consumo corrente determinato da un calo (via tassazione) del rendimento del risparmio (effetto sostituzione) e dell'effetto negativo indotto dal calo del reddito futuro. Per approfondimenti nel caso di incertezza si vedano Sadmo (1970, 1985) e Rothschild e Stiglitz (1971).

Una trattazione analoga è stata fatta per la prima volta da Tobin (1958) sebbene egli non sviluppi il caso particolare della tassazione delle plusvalenze qui esaminato²⁰.

Con due soli assets, dati dall'attività priva di rischio (obbligazioni o liquidità) e dall'attività rischiosa (azioni)²¹, la maggior assunzione di rischio equivale a una maggior quota di ricchezza, $a > 0$, investita nell'attività rischiosa.

Il portafoglio dell'investitore ha rendimento dato da:

$$r_p = (1-a)r_F + a\tilde{r}_M$$

con

$$\tilde{r}_M = r_D + \tilde{r}_G$$

ove r_F è il tasso privo di rischio, r_D è il *dividend yield*²² e \tilde{r}_G è il *capital gain* aleatorio, di media \bar{r}_G e varianza σ_G^2 .

Il rendimento atteso e la volatilità del portafoglio, in assenza di tassazione, si possono scrivere come:

$$\bar{r}_p = r_F + a(r_D + \bar{r}_G - r_F)$$

$$\sigma_p = a\sigma_G$$

e quindi vale la relazione (*capital market line*, CML, a livello aggregato):

$$\bar{r}_p = r_F + \frac{\sigma_p}{\sigma_G}(r_D + \bar{r}_G - r_F)$$

Con utilità quadratica di Von Neumann-Morgenstern l'*expected utility* è:

$$EU(\tilde{r}_p) = (1+b)\bar{r}_p + b(\sigma_p^2 + \bar{r}_p^2)$$

²⁰ Il modello di Tobin viene qui generalizzato con un tasso *risk-free* non nullo e con *capital gains* a media diversa da zero. Si noti che il tasso *risk-free* è esogeno e che nell'analisi di Tobin sulla preferenza per la liquidità "il tasso d'interesse" della nota relazione keynesiana è il tasso atteso del titolo rischioso.

²¹ Nell'ipotesi di aspettative omogenee tra investitori e offerta endogena del titolo privo di rischio il teorema dei due fondi comuni consente di semplificare la scelta del portafoglio di N+1 titoli nella scelta della combinazione tra il portafoglio di mercato e il titolo privo di rischio.

²² Si assume un *dividend yield* noto per semplicità, considerata anche la sua bassa volatilità, inferiore, nel caso italiano, a 1 punto percentuale contro i 25 punti del *total return*.

nelle ipotesi di avversione al rischio ($b < 0$), non sazietà ($r_p < -\frac{1+b}{2b} \equiv r_{\max}$) e non dominanza dell'*asset* privo di rischio ($0 \leq r_F < r_{\max}$, $b > -1$)²³.

Per escludere soluzioni speciali ($a=0$) si assume che il rendimento atteso dall'*asset* rischioso sia maggiore di quello privo di rischio: $r_D + \bar{r}_G > r_F$.

La pendenza delle curve di indifferenza si ottiene differenziando l'equazione dell'utilità attesa:

$$\frac{d\bar{r}_P}{d\sigma_P} = \frac{\sigma_P}{r_{\max} - \bar{r}_P}$$

Il punto di ottima *asset allocation* si ottiene eguagliando la pendenza delle curve di indifferenza a quella della CML:

$$\frac{\sigma_P}{r_{\max} - \bar{r}_P} = \frac{r_D + \bar{r}_G - r_F}{\sigma_G}$$

da cui il livello di rischio assunto σ_P^* e la quota ottimale di *asset* rischioso a^* :

$$\sigma_P^* = \frac{\frac{r_D + \bar{r}_G - r_F}{\sigma_G} (r_{\max} - r_F)}{1 + \left(\frac{r_D + \bar{r}_G - r_F}{\sigma_G}\right)^2}$$

$$a^* = \frac{\sigma_P^*}{\sigma_G}$$

²³ Il principale problema delle funzioni di utilità quadratiche è dato dalla crescita del grado di avversione assoluta al rischio al crescere della ricchezza, per cui al crescere di questa la domanda dell'*asset* richioso si riduce in termini assoluti e relativi. Poiché l'analisi nel testo riguarda in primo luogo la relazione tra domanda dell'*asset* rischioso e rischio la semplicità dell'utilità quadratica non ci sembra debba essere necessariamente sacrificata. Per alcune generalizzazioni con avversione assoluta al rischio decrescente si vedano Mossin (1968), Stiglitz (1969), Ahsan (1975) e Waterson (1985).

4.1 IL PUNTO DI VISTA DEL “NETTISTA”

La tassazione sui *capital gains*, con aliquota t_G e sugli interessi con aliquota t_D implica:

$$\bar{r}_P = r_F(1-t_D) + a[(r_D - r_F)(1-t_D) + \bar{r}_G(1-t_G)]$$

$$\sigma_P = a(1-t_G)\sigma_G$$

per cui la CML ha pendenza:

$$S = \frac{(r_D - r_F)(1-t_D) + \bar{r}_G(1-t_G)}{(1-t_G)\sigma_G}$$

La soluzione di portafoglio è:

$$\sigma_P^N = \frac{S(r_{\max} - r_F(1-t_D))}{1+S^2}$$

$$a^N = \frac{\sigma_P^N}{(1-t_G)\sigma_G}$$

Da cui²⁴:

$$\frac{\partial S(t_G)}{\partial t_G} = \frac{(r_D - r_F)(1-t_D)}{(1-t_G)\sigma_G} < 0 \quad \text{se } r_D - r_F < 0 \quad (\text{COND1} < 0)$$

$$\frac{\partial \sigma_P^N(t_G)}{\partial t_G} = \frac{(r_{\max} - r_F(1-t_D)) \frac{\partial S}{\partial t_G} (1-S^2)}{(1+S^2)^2} < 0 \quad \text{se } \text{COND1} < 0 \quad e$$

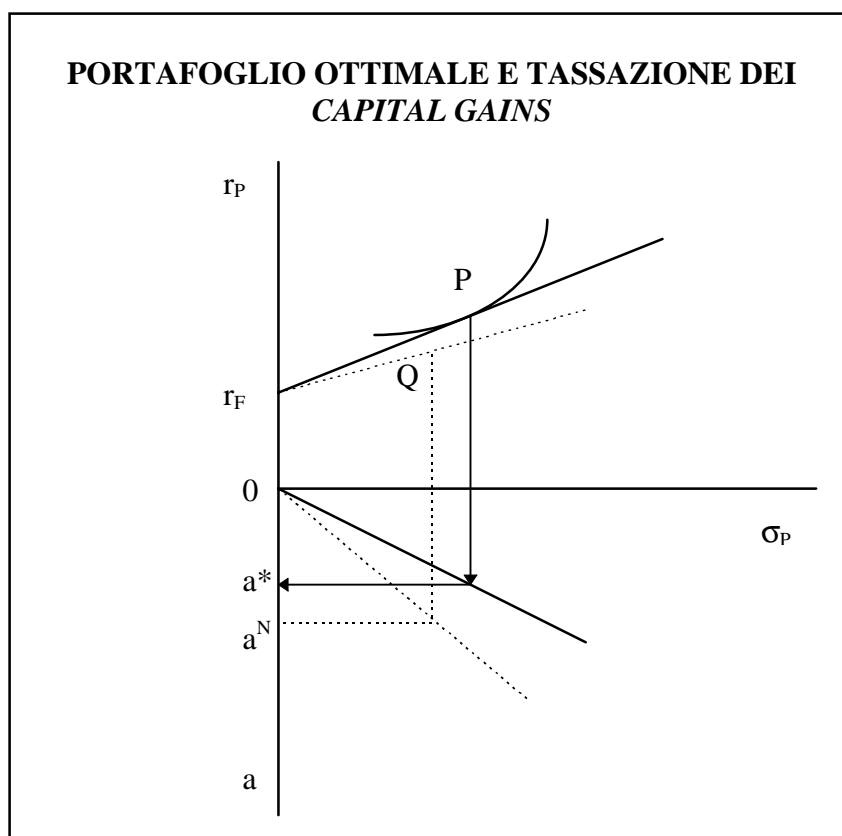
$$(1-t_G)\sigma_G - [(r_D - r_F)(1-t_D) + \bar{r}_G(1-t_G)] > 0 \quad (\text{COND2} > 0)$$

²⁴ Si tenga presente che le derivate valgono per variazioni infinitesime dal valore di base dell'aliquota. Inoltre, poiché tutte le variabili coinvolte dipendono dal regime fiscale ne discende che le derivate indicate nel seguito andrebbero interpretate più come semplici effetti d'impatto che come effetti totali.

$$\frac{\partial a^N(t_G)}{\partial t_G} = \frac{\frac{\partial S}{\partial t_G} \frac{(1-t_G)(1-S^2)}{S(1+S^2)} + 1}{(1-t_G)^2 \sigma_G} \sigma_P > 0$$

se $\frac{(r_D - r_F)(1-t_D)}{(r_D - r_F)(1-t_D) + \bar{r}_G(1-t_G)} \frac{1-S^2}{1+S^2} + 1 > 0 \quad (COND3 > 0)$

In termini grafici gli effetti della tassazione sulle plusvalenze possono essere riassunti in modo efficace come segue (Tobin, 1958). Sul quadrante alto è rappresentato lo spazio rendimento-volatilità (r_P , σ_P) con una riduzione della pendenza della CML (nell'ipotesi $r_D < r_F$) e il passaggio a un portafoglio meno volatile (da P a Q).



Nel quadrante basso è rappresentata la relazione volatilità - quota investita nell'asset rischioso (σ_P , a), essendo $\sigma_P = (1-t_G) \sigma_{Ga}$.

La pendenza di tale relazione viene ridotta dall'introduzione della tassazione e sotto le condizioni date, poiché la riduzione della volatilità del portafoglio ottimale è meno che proporzionale alla riduzione operata dalla tassazione, si ottiene di conseguenza un aumento della quota di ricchezza investita nell'asset rischioso e un calo della domanda di asset *risk-free*.

Pertanto, a parità di offerta, il prezzo del portafoglio di mercato aumenta.

La verifica delle condizioni per l'Italia e alcuni paesi industrializzati (alcuni con tassazione sui *capital gains* già in vigore) è riportata nella tavola seguente con riferimento al periodo 1997-1998 ²⁵:

TAB. 4

**EFFETTI DELLA TASSAZIONE DEI *CAPITAL GAINS* SUL
PORTAFOGLIO OTTIMALE DOMESTICO NEI PRINCIPALI
PAESI INDUSTRIALIZZATI**

PAESI	COND1	COND2	COND3
AUSTRALIA (*)	-1.37	-1.33	1.03
BELGIUM	1.05	-25.22	0.97
CANADA (*)	-1.24	-14.49	1.04
DENMARK (*)	-1.22	-35.87	1.02
FRANCE (*)	-1.08	-22.1	1.03
GERMANY (*)	-1.1	-27.93	1.02
HONG KONG	-3.95	29.15	1.69
ITALY	-3.51	-12.74	1.04
JAPAN (*)	0.18	14.23	1.01
NETHERLAND	0.59	-35.47	0.99
NEW ZELAND	-3.24	3.35	0.53
SPAIN (*)	-0.75	-44.55	1.01
SWITZERLAND	0.49	-34.88	0.99
UK (*)	-3.11	-13.32	1.12
US (*)	-3.08	-20.28	1.09

(*) Paese con tassazione sui *capital gains*.

La prima condizione ($COND1 < 0$) indica un effetto negativo della tassazione sulla pendenza della CML nel senso che l'introduzione dell'imposizione sui *capital gains* riduce la pendenza della CML.

La seconda condizione ($COND2 > 0$) indica (con la prima) un effetto di riduzione della rischiosità del portafoglio ottimale al crescere della tassazione. Essa è sensibile all'orizzonte temporale del portafoglio in quanto, a parità di *asset allocation*, orizzonti più lunghi possono, via diversificazione temporale, invertire il segno della diseguaglianza.

²⁵ I dati sono relativi agli indici Morgan Stanley delle borse locali e ai tassi interbancari a 1 mese. Si noti che il Giappone non rispetta il vincolo per evitare la soluzione di frontiera $a=0$. Le condizioni in tabella sono calcolate nell'ipotesi $t_G=t_D=0$. I risultati non cambiano in modo significativo con $t_D=12.5\%$ e $t_G=0$.

Infine, la terza condizione ($COND3 > 0$) indica un aumento della quota investita nell'*asset* rischioso al crescere dell'aliquota sui *capital gains*. In particolare questa condizione è sensibile al livello del *risk premium* e dei tassi a breve, potendo cambiare di segno, *ceteris paribus*, con la riduzione del primo e l'aumento dei secondi.

Il risultato può sembrare paradossale: un aumento della tassazione, riducendo il rendimento atteso sembrerebbe dover rendere l'investimento rischioso meno attraente, venendo a mancare una parte di compensazione per il rischio.

Tuttavia il meccanismo della deducibilità delle minusvalenze implica una sorta di *risk sharing* da parte dello Stato nell'appropriarsi di una quota dei guadagni ma anche nel farsi carico di una quota delle perdite ottenute dall'investimento attraverso il riconoscimento di un credito d'imposta.

Nel caso di operatori avversi al rischio l'effetto di *risk sharing* può tradursi in una maggior assunzione di rischio rispetto alla situazione pre-tassazione.

Sul mercato azionario, pertanto, per data offerta di titoli, la maggior quota di *asset* rischioso si trasforma in un aumento del valore del portafoglio di mercato.

4.2 IL PUNTO DI VISTA DEL “LORDISTA”

Un gestore che avesse cominciato a ragionare in termini lordi ($t_G = t_D = 0$) all'inizio del 1997, trascurando il precedente credito d'imposta, avrebbe osservato il passaggio dell'aliquota della ritenuta alla fonte sugli interessi dal 12.5% a zero²⁶.

Ragionando nel modo visto sopra si ottiene:

$$\frac{\partial S(t_D)}{\partial t_D} = -\frac{(r_D - r_F)}{(1 - t_G)\sigma_G} > 0 \quad \text{se} \quad r_D - r_F < 0 \quad (COND1 < 0)$$

²⁶ Il concetto di lordista è stato introdotto dal decreto legislativo n. 239 del 1° aprile 1996, in vigore del 1° gennaio 1997 e si riferisce ai soggetti non residenti o tassati a bilancio, che percepiscono gli interessi al lordo della ritenuta fiscale.

$$\frac{\partial \sigma_P^N(t_D)}{\partial t_D} = \frac{(r_{\max} - r_F(1-t_D)) \frac{\partial S}{\partial t_D} (1-S^2) + S r_F (1+S^2)}{(1+S^2)^2} > 0 \quad \text{se } COND1 < 0 \quad e$$

$$(1-t_G)\sigma_G - [(r_D - r_F)(1-t_D) + \bar{r}_G(1-t_G)] > 0 \quad (COND2 > 0)$$

$$\frac{\partial a^N(t_D)}{\partial t_D} = \frac{\frac{\partial \sigma_P^N}{\partial t_D}}{(1-t_G)\sigma_G} > 0 \quad \text{se } COND1 < 0 \quad e \quad COND2 > 0$$

Pertanto una riduzione dell'aliquota sugli interessi, nelle condizioni date, riduce la pendenza della CML, riduce la rischiosità del portafoglio ottimale e riduce altresì la quota ottimale investita nell'*asset* rischioso.

5. GLI EFFETTI SUI PREZZI DELLE AZIONI

Il legame tra tassazione delle imprese, finanziamento degli investimenti, politica dei dividendi e tassazione personale in capo ai soci è di tale complessità da poter essere solo richiamato in questa sede.

Non a caso la questione delle tasse è al centro di almeno due dei dieci problemi non risolti della finanza elencati da Brealey e Myers (1991, cap.36) nel loro famoso testo: il problema della struttura finanziaria delle imprese e quello della distribuzione dei dividendi.

Nel caso italiano, l'introduzione della tassazione sui *capital gains* si intreccia con la riforma dell'imposizione sul reddito d'impresa (Irap e Dit) con effetti di compensazione e riequilibrio di complessa modellizzazione e non facile quantificazione²⁷.

Il modo più semplice per cogliere gli effetti sui prezzi dei titoli della tassazione sui *capital gains* è quello di proseguire nell'approccio media-varianza sviluppato sopra ricavando, come generalizzazione del modello di Sharpe (1964), un modello dei rendimenti d'equilibrio con esplicita considerazione per la tassazione dei guadagni in conto reddito (aliquota t_D) e dei guadagni in conto capitale (aliquota t_G). Tale generalizzazione è stata

²⁷ Per l'analisi della tassazione sulle imprese si veda Giannini (1989, 1995, 1997), Esposito (1998), Gandullia (1998).

fatta da Brennan (1970) ottenendo la formula del CAPM con tasse, semplificabile come segue²⁸:

$$\bar{r}_j = r_F + \beta_j(\bar{r}_M - r_F) + [(r_{Dj} - r_F) - \beta_j(r_{DM} - r_F)] \frac{t_D - t_G}{1 - t_G}$$

ove, a parte gli usuali simboli, r_{DM} e r_{Dj} rappresentano i *dividend yield* (non aleatori) del mercato e del titolo j rispettivamente²⁹.

Si noti come l'eguaglianza del trattamento fiscale di dividendi e *capital gains* implica il ripristino della condizione d'equilibrio in assenza di tassazione (neutralità dell'imposta).

In generale, per data offerta di capitale di rischio, il rendimento lordo in equilibrio si modifica al crescere della tassazione sui *capital gains* secondo la relazione:

$$\frac{\partial \bar{r}_j}{\partial t_G} = [(r_{Dj} - r_F) - \beta_j(r_{DM} - r_F)] \frac{t_D - 1}{(1 - t_G)^2} > 0$$

se $[(r_{Dj} - r_F) - \beta_j(r_{DM} - r_F)] < 0$ (COND4 < 0)

Si noti che a parità di *dividend yield* ($r_{DM} = r_{Dj}$) si ha, nell'ipotesi $r_{Dj} < r_F$ (COND1), $r_j^{PRE} > r_j^{POST}$ se $\beta_j > 1$ e $r_j^{PRE} < r_j^{POST}$ se $\beta_j < 1$. Pertanto, nel confronto tra l'equilibrio prima e dopo la riforma, i titoli aggressivi (beta maggiore di 1) avranno un aumento della domanda e del prezzo e un calo, *ceteris paribus*, del rendimento mentre il contrario avverrà per i titoli difensivi (beta minore di 1).

Usando l'indice Comit del mercato azionario a fine aprile 1998 la condizione per un effetto positivo sui rendimenti lordi era generalmente rispettata dalle prime 30 *blue chips* della Borsa italiana.

A maggior ragione lo stesso effetto dovrebbe riscontrarsi sulle imprese minori, con basso *dividend yield* rispetto al mercato ed elevato beta per effetto del livello di *leverage* che le caratterizza.

²⁸ Si fa l'ipotesi di un'unica aliquota per i dividendi (cedolare secca) e di un'unica aliquota per i *capital gains*. La formula di Brennan si può ottenere semplicemente usando la procedura originaria di Sharpe (portafoglio con quantità marginale del titolo j) in presenza di tasse e di CML sui rendimenti netti.

²⁹ Si tenga presente che il coefficiente beta rappresenta il rischio di fluttuazioni del mercato e non il rischio di fallimento dell'impresa che è *default-free* per ipotesi. Diversamente, anche il titolo *risk-free* non sarebbe tale essendo emesso da soggetti che investono in azioni più del 100% della loro ricchezza.

TAB. 5

**EFFETTI DELLA TASSAZIONE SUI *CAPITAL GAINS* PER
ALCUNE COMPONENTI DEL MIB30
(aprile 1998)**

	BETA	DIV.YIELD	COND4
ALLEANZA	1.11	0.67	-0.74
BCA.POP.MILANO	0.94	1.23	-1.01
BANCA INTESA	1.10	0.55	-0.89
BANCA DI ROMA	1.12	0.00	-1.38
BENETTON	0.76	1.26	-1.85
BANCA FIDEURAM	1.09	0.39	-1.12
COMIT	0.97	1.67	-0.44
COMPART	1.00	0.00	-1.93
CREDITO ITALIANO	1.11	0.38	-1.02
EDISON	0.82	1.48	-1.35
FIAT	0.94	1.71	-0.52
GENERALI	0.80	0.70	-2.20
IMI (IT)	0.96	1.72	-0.42
INA - (IST.NAZ.ASSIC.)	0.96	1.23	-0.91
ITALGAS	1.06	1.71	0.07
LA FONDIARIA ASSIC.	1.20	1.23	0.26
MEDIOBANCA	1.50	0.86	1.33
MONTEDISON	1.16	0.00	-1.16
OLIVETTI	1.09	0.00	-1.52
PARMALAT	1.05	0.40	-1.31
PIRELLI SPA	1.23	0.85	0.00
RAS	1.00	1.20	-0.75
ROLO BANCA 1473	0.82	0.51	-2.34
SAIPEM	0.46	1.57	-3.03
SAN PAOLO TORINO	1.00	0.94	-0.99
TELECOM ITALIA MOBILE	0.99	0.79	-1.20
TELECOM ITALIA	1.23	1.74	0.93

Fonte: Datastream

6. TASSAZIONE SULLE IMPRESE E SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: EFFETTI CONGIUNTI

Come sopra richiamato, nel caso italiano, all'introduzione della tassazione sui *capital gains* è stata affiancata la riforma dell'imposizione sulle imprese, volta da un lato a ridurre il costo del lavoro attraverso un trattamento fiscale non discriminante nei confronti dei fattori produttivi³⁰, dall'altro a ridurre la distorsione, anch'essa di origine fiscale, a favore del canale finanziario dell'indebitamento³¹.

Per cogliere questi due aspetti e la loro interazione con la tassazione dei *capital gains* si assuma per semplicità che l'effetto dell'Irap sia rappresentabile con un tasso di variazione degli utili d'impresa (rispetto al regime precedente) pari a g_j (stimabile tra il 10 e il 15% per le società quotate) mentre l'effetto della Dit (e dell'Irap sulla quota dei profitti al posto dell'Ilor) sia traducibile in una minore aliquota Irpef h_j (più bassa di alcuni punti percentuali)³².

Per definizione di prezzo futuro \tilde{P}_j e di tasso di rendimento:

$$\tilde{P}_j = P_j + \tilde{X}_j(1 + g_j)(1 - h_j) - D_j$$

$$\tilde{r}_j = \frac{\tilde{P}_j - P_j + D_j}{P_j} = \frac{\tilde{X}_j(1 + g_j)(1 - h_j)}{P_j}$$

ove \tilde{X}_j è la variabile aleatoria che rappresenta gli utili per azione lordi pre-riforma e D_j è l'ammontare dei dividendi per azione.

Essendo, per $z_j = \tilde{X}_j/P_j$:

$$\tilde{r}_j = r_{DJ} + \tilde{r}_{GJ} = z_j(1 + g_j)(1 - h_j)$$

³⁰ L'Irap, imposta regionale sulle attività produttive, sostituisce l'Ilor sui profitti, l'imposta patrimoniale e i contributi sanitari. Mentre questi ultimi si basano sul totale delle retribuzioni (fattore lavoro) l'Irap fa riferimento all'intero valore aggiunto, con aliquota 4.25%.

³¹ La Dit, dual income tax, rappresenta una modifica dell'Irpeg che incentiva la patrimonializzazione delle imprese. Al nuovo capitale di rischio calcolato rispetto a fine 1996 viene attribuita una remunerazione figurativa (basata sui rendimenti dei titoli obbligazionari) tassata con aliquota agevolata (19%) mentre la restante parte dei profitti viene tassata con l'aliquota ordinaria Irpeg (37%). L'aliquota media, tuttavia, non può scendere sotto il 27%.

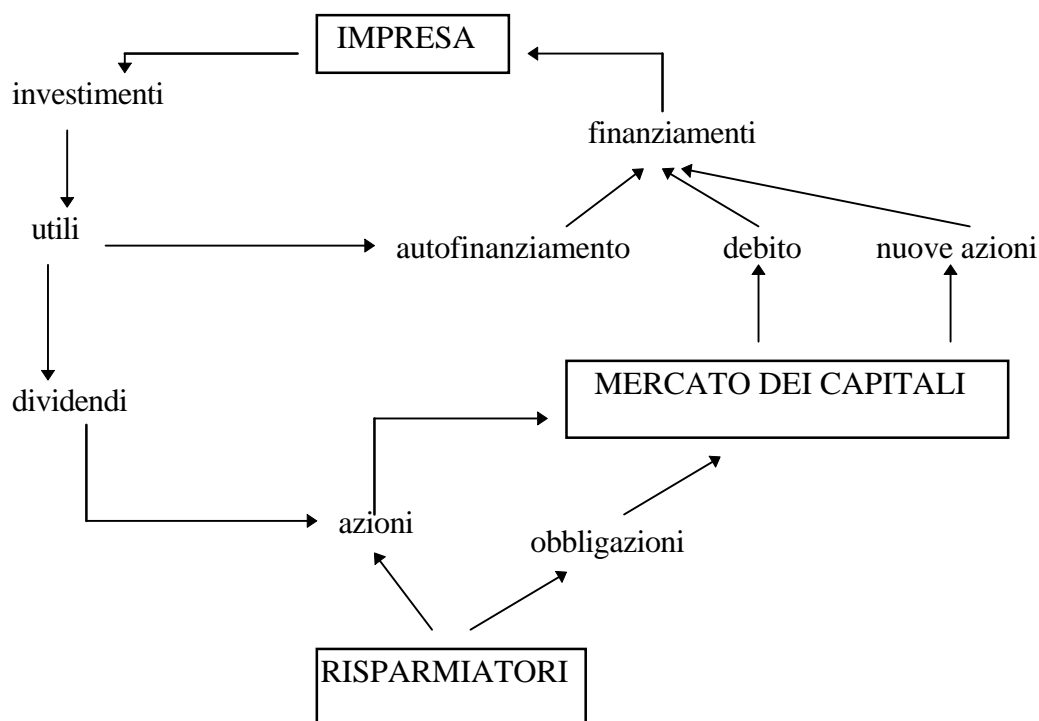
³² Per alcune simulazioni storiche (per dati comportamenti passati) sulle società quotate si veda Gandullia (1998). Gli effetti positivi cambiano di segno al ridursi della dimensione e al crescere del *leverage* delle imprese. Ad esempio Giannini (1997) sul campione delle imprese della Centrale dei Bilanci stima effetti negativi dell'Irap rispetto al regime previgente per almeno il 50% delle società analizzate. Tuttavia, poiché la modifica del *leverage* è proprio l'obiettivo primario della riforma le stime indicate sono da considerarsi con molta cautela.

si ottiene:

$$\tilde{r}_j^N = z_j(1 + g_j)(1 - h_j)(1 - t_G) + r_{DJ}(t_G - t_D)$$

che sostituito nelle formule del CAPM mostra come l'aumento dell'aliquota sui *capital gain* (sotto la condizione di neutralità $t_G=t_D$) può essere compensato (o più che compensato) dalla crescita "fiscale" degli utili g e dal calo dell'aliquota sul reddito d'impresa h .

Va sottolineato, tuttavia, che la condizione di invarianza del mercato finanziario dal lato dell'offerta è poco verosimile. Infatti il nuovo regime di tassazione degli utili d'impresa, modificando le convenienze relative circa i canali di finanziamento, a favore dell'autofinanziamento e dell'emissione di azioni rispetto all'indebitamento, tende a modificare la politica di distribuzione dei dividendi e l'offerta di nuovo capitale di rischio. Tali decisioni interagiscono in modo simultaneo con quelle dei risparmiatori e l'effetto complessivo sui prezzi e i rendimenti è ricavabile solo da un modello di equilibrio generale delle scelte delle imprese e di quelle dei risparmiatori.



7. EFFETTI DI CLIENTELA SUL MERCATO FINANZIARIO

La presenza di diversi trattamenti fiscali nei confronti di diversi soggetti economici è alla base dell'insorgere dei cosiddetti effetti di clientela (Elton e Gruber, 1970), vale a dire del formarsi di segmentazioni tra gli investitori che, a causa del diverso trattamento fiscale, trovano più convenienti certi titoli rispetto ad altri, a parità di caratteristiche di rischio e di rendimento lordo.

La presenza di "clientele" riduce la liquidità del mercato e distorce l'allocazione delle risorse, essendo in genere il prodotto secondario, non voluto, di specifiche politiche fiscali.

Il Decreto legislativo n. 239 del 1° aprile 1996, in vigore dal 1° gennaio 1997, pur migliorando l'efficienza delle transazioni finanziarie con la previsione delle figure dei "lordisti" (soggetti non residenti o soggetti tassati a bilancio e percipienti gli interessi delle obbligazioni al lordo di ritenute fiscali) e dei "nettisti" (soggetti residenti tassati con imposta sostitutiva al momento dell'incasso delle cedole) non aveva eliminato la fonte della distorsione consistente nella diversa base imponibile dei due gruppi: interessi e plusvalenze nel primo caso; solo gli interessi nel secondo.

In tal modo il nettista trovava preferibile i titoli sotto la pari o alla pari, con bassa cedola e *total return* generato in gran parte dalla plusvalenza che si realizza durante la vita del titolo. Viceversa il lordista si spostava sui titoli sopra la pari, con cedola alta rispetto ai tassi di mercato.

Una delle conseguenze di tale situazione è l'impossibilità di ottenere il contemporaneo allineamento dei rendimenti lordi e netti dei titoli obbligazionari su ben definite *yield curves*. A seconda della prevalenza di lordisti o nettisti sul mercato a volte possono risultare allineati i rendimenti lordi, a volte quelli netti, a volte una combinazione dei due.³³ Nel corso degli ultimi anni, la prevalenza di quotazioni al lordo comportava rendimenti netti più elevati per i titoli a bassa cedola.

La tassazione uniforme al 12.5% anche sui *capital gains* annulla tale effetto di clientela rendendo gli investitori nettisti (essenzialmente persone fisiche³⁴) indifferenti alla composizione del rendimento totale.

³³ Si vedano, per l'Italia, Rizzo (1994), Codogno e Zorzi (1996) e Marseglia e Rizzo (1997).

³⁴ Con la riforma del 1° luglio anche i fondi comuni e le gestioni patrimoniali individuali diventano soggetti lordisti, tassati sull'utile di gestione. I fondi pensione restano al momento nettisti. Si ritiene che saranno i lordisti a "fare il mercato".

Resta tuttavia la distorsione derivante dalla convenienza del risparmio gestito e in generale dei lordisti a investire in titoli con possibilità di minusvalenze a compensazione degli interessi percepiti.

Poiché tale compensazione tra interessi e minusvalenze è preclusa ai soggetti nettisti ne deriva una preferenza da parte dei gestori, a parità di *total return*, per i titoli generatori di minusvalenze immediatamente deducibili dagli interessi percepiti.

Per comprendere questo effetto si noti che un titolo a bassa cedola con una struttura per scadenza dei tassi d'interesse stabile di tipo crescente o piatto ha un'evoluzione crescente verso il valore di rimborso (plusvalenze) mentre con una struttura per scadenza decrescente ha un'evoluzione convessa con minusvalenze seguite da plusvalenze.

Viceversa, un titolo a cedola alta, con una struttura per scadenza decrescente o piatta ha un andamento decrescente verso la pari (minusvalenze) mentre con struttura per scadenza crescente ha un andamento prevedibile concavo con plusvalenze seguite da minusvalenze.

Considerazioni analoghe si possono fare per i titoli senza cedola, per i quali la definizione di plus/minusvalenza fa riferimento al differenziale tra prezzo effettivo P e prezzo teorico P^* ricavabile in regime composto dal tasso di rendimento d'emissione del titolo stesso.

Se $t-h$ è la data di emissione del titolo *zero coupon* e $t+k$ è la data di scadenza vale al tempo $t+1$:

$$P_{t+1}(t-h,t+k)-P_t(t-h,t+k) = [P^*_{t+1}(t-h,t+k)-P^*_t(t-h,t+k)] + \\ \{ [P_{t+1}(t-h,t+k)-P^*_{t+1}(t-h,t+k)]-[P_t(t-h,t+k)-P^*_t(t-h,t+k)] \}$$

ove la componente tra parentesi quadre indica l'interesse e quella tra parentesi graffe indica il *capital gain/loss*.

Poiché P^* dipende dal tasso corrente al momento dell'emissione, da esso dipende un effetto "cedola alta" o "cedola bassa" analogo al caso dei titoli con cedola fissa. In particolare la cedola implicita (interesse) sarà alta se relativa a un titolo *zero coupon* emesso a breve in presenza di una struttura decrescente ovvero a un titolo emesso a lunga in presenza di una struttura crescente. Viceversa la cedola implicita sarà bassa se relativa ad uno *zero coupon* emesso a breve in presenza di una struttura crescente ovvero emesso a lunga in presenza di una struttura decrescente.³⁵

³⁵ Con struttura stabile piatta la cedola implicita di uno *zero coupon* è allineata ai tassi di mercato e il rendimento del titolo è tutto in conto reddito (*capital gains* nulli).

Ne deriva una relativa preferibilità, per le gestioni obbligazionarie, di alcune tipologie di titoli a seconda della struttura per scadenza prevalente sul mercato.

Il vantaggio, in particolare, riguarda tutti i titoli a lunga (a cedola alta o bassa) se la struttura per scadenza è decrescente; i titoli con cedola fissa alta se la struttura è piatta; i titoli a cedola alta a breve se la struttura è crescente.

8. VANTAGGI COMPETITIVI DEI GESTORI

Come si è visto in precedenza, il legislatore ha cercato di creare vantaggi fiscali ed economici nel progressivo passaggio dal risparmio non amministrato al risparmio amministrato (onere amministrativo in capo all'intermediario; "anonimato fiscale") e da questo al risparmio gestito sia individuale (deducibilità dei costi di gestione³⁶; compensazione degli interessi con le minusvalenze) sia collettivo (deducibilità delle perdite illimitata nel tempo; cedibilità delle perdite ad altri fondi dietro corrispettivo).

All'interno della compagine dei gestori emergono diversità di trattamento che, se non sono frutto di deliberate politiche economiche, richiederanno interventi riequilibratori nel prossimo futuro.

In particolare, il trattamento fiscale dei prodotti assicurativi e dei fondi pensione collettivi (aperti e chiusi) è rimasto al di fuori dell'ambito della riforma e potrà determinare di un indubbio vantaggio fiscale se le previste modifiche legislative di armonizzazione non verranno realizzate.

La riduzione dei rendimenti netti, in particolare azionari, per effetto della tassazione sui *capital gains* sembrerebbe comportare un appiattimento delle *performance* dei gestori con conseguente svantaggio relativo dei gestori più brillanti e vantaggio relativo dei gestori peggiori.

Tuttavia, come prescritto dalla teoria finanziaria, il confronto tra rendimenti non può prescindere dalla volatilità dei rendimenti stessi. Poiché anche questa si è ridotta ne segue che, in termini di rapporto rendimento/rischio, la miglior performance dei primi resta immutata rispetto ai secondi: 8 punti di differenziale con volatilità 16% equivalgono a 7 punti con volatilità 14%.

³⁶

Le spese di gestione sono deducibili anche nel regime della dichiarazione.

Usando come misura di *risk-adjusted performance* del portafoglio P l'indice di Sharpe:

$$SH(P) = \frac{\bar{r}_P - r_F}{\sigma_P}$$

si ottiene la seguente derivata della differenza dell'indice tra due portafogli A e B, al variare dell'aliquota sui capital gains t_G :

$$\frac{\partial [SH(A) - SH(B)]}{\partial t_G} = \frac{1 - t_D}{(1 - t_G)^2} \left[\frac{r_{D,A} - r_F}{\sigma_{G,A}} - \frac{r_{D,B} - r_F}{\sigma_{G,B}} \right]$$

che è positiva (per $r_{D,A} = r_{D,B} < r_F$) ogni volta che $\sigma_{G,A} > \sigma_{G,B}$ cioè ogni volta che il portafoglio A ha una componente azionaria più volatile di quella del portafoglio B. In termini di graduatoria dell'indice di Sharpe i portafogli più rischiosi ottengono, *ceteris paribus*, miglioramenti di posizione per l'introduzione della tassazione sui *capital gains*.

Significativo risulta anche il vantaggio ottenibile dai fondi comuni grazie all'eliminazione dell'imposta patrimoniale e al trattamento delle commissioni di gestione.

Assumendo un'aliquota media patrimoniale dello 0.15% per i fondi azionari e dello 0.05% per i fondi obbligazionari e una commissione di gestione rispettivamente dell'1.5% e dello 0.75% si ottengono gli effetti riassunti nella tabella 6³⁷.

Il trattamento delle commissioni di gestione, ora prelevate prima delle imposte, migliora il rendimento netto annuo di 20-30 punti base mentre l'eliminazione dell'imposta patrimoniale ha un effetto circa pari alla sua aliquota.

³⁷ Se $D(C,I)$ è il differenziale nuovo regime - vecchio regime, funzione della commissione di gestione C e dell'imposta patrimoniale I, l'effetto della prima è stimato da $D(C,0) - D(0,0)$ e l'effetto della seconda da $D(C,I) - D(C,0)$.

TAB. 6

**EFFETTI SUI RENDIMENTI DELLE COMMISSIONI DI
GESTIONE E DELL'ELIMINAZIONE DELLA PATRIMONIALE**

	PORTAFOGLIO AZIONARIO		PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO	
	COMM.GEST.	IMP.PATRIM.	COMM.GEST.	IMP.PATRIM.
1989	0.23	0.17	0.10	0.05
1990	0.09	0.11	0.11	0.06
1991	0.18	0.15	0.11	0.06
1992	0.18	0.15	0.10	0.05
1993	0.35	0.22	0.14	0.06
1994	0.20	0.16	0.08	0.05
1995	0.18	0.15	0.11	0.06
1996	0.21	0.16	0.13	0.06
1997	0.39	0.23	0.11	0.06
MEDIA	0.22	0.17	0.11	0.06

Si noti che la componente fiscale, l'ottica almeno europea se non mondiale delle *asset allocation*, le diversità dei regimi impositivi nei diversi Paesi suggeriscono una nuova dimensione alle tradizionali abilità gestionali degli *asset manager* individuate dalla letteratura finanziaria.

Se il confronto tra risultato di gestione e *benchmark* al lordo delle tasse determina la performance corretta per il rischio (alfa di Jensen lordo), scomponibile in capacità di *asset picking* e capacità di *market timing*, l'analisi al netto delle tasse (sul fondo gestito e sul benchmark) consente di quantificare uno *spread* (alfa netto-alfa lordo=tax avoiding) che riflette le capacità di elusione fiscale e, indirettamente, il grado di imperfezione e non neutralità del sistema fiscale internazionale.

Si ottiene così la scomposizione della performance in tre abilità fondamentali:

$$\text{alfa al netto delle tasse} = \text{asset picking} + \text{market timing} + \text{tax avoiding}$$

Il paventato aumento della competizione fiscale tra sistemi, in assenza di armonizzazione internazionale dei regimi di tassazione e di difficoltà di previsione dei mercati (*market timing* negativo³⁸) possono rendere significativo l'apporto dell'attività di *tax avoiding* nella

³⁸ Per un'evidenza in tal senso nel caso dei gestori di fondi azionari italiani si veda Cesari e Panetta (1998).

determinazione delle *performance* nette complessive dei gestori e nel loro posizionamento nella graduatoria internazionale.

9. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

La riforma del 1° luglio 1998 ha sostituito il vecchio, incoerente e farraginoso sistema fiscale sulle rendite finanziarie con un impianto semplificato e innovativo, basato sull'omogeneità di trattamento dei rendimenti e sulla neutralità dell'imposizione fiscale. Il ricorso massiccio all'intermediazione finanziaria come canale impositivo è stato il prezzo pagato per rendere efficace il nuovo sistema; i costi aggiuntivi sono stati almeno in parte compensati dalla canalizzazione dei flussi finanziari presso gli intermediari e dalla maggior convenienza riconosciuta al risparmio gestito.

Tra gli aspetti più innovativi della riforma è la compartecipazione dello Stato agli utili e alle perdite finanziarie, con riduzione dei rendimenti ma anche della volatilità. Sotto certe condizioni, l'effetto sul *risk taking* degli investitori può determinare un aumento dell'esposizione al rischio e della domanda di azioni.

Per il completamento del nuovo sistema di tassazione è importante il passaggio a un'unica aliquota per tutti i redditi finanziari e l'estensione della riforma a tutte le attività, a tutti gli emittenti e a tutti gli intermediari.

Ciò, tuttavia, non è sufficiente per garantire un'effettiva neutralità e omogeneità fiscale in un'economia integrata a livello internazionale.

Infatti, in un'area a moneta unica come quella europea due fattori sistematici continueranno a distinguere, ad esempio, un'obbligazione tedesca da una italiana: l'emittente (rischio di credito) e, in assenza di coordinamento, il trattamento fiscale.

La modellistica economica ha da tempo indicato come l'assenza di cooperazione o armonizzazione fiscale determini una forma di competizione fiscale e di sottotassazione del capitale (fattore mobile), in presenza di economia aperta ed elasticità dei flussi di capitali alle aliquote fiscali³⁹.

³⁹ Si vedano ad esempio Giovannini (1989) e Razin e Sadka (1991).

In tal modo, l'esenzione accordata ai non residenti rende "i paesi UE paradisi fiscali l'uno nei confronti dell'altro" (Ciocca, 1998) con conseguenti distorsioni, arbitraggi fiscali e perdita di gettito⁴⁰.

La recente proposta comunitaria di un'aliquota uniforme (20%) da applicare da parte di ogni Stato a tutti i non residenti persone fisiche secondo il principio di "coesistenza" ha trovato notevoli opposizioni, tanto più rilevanti se si pensa che ogni decisione in materia deve essere presa all'unanimità.

In tale contesto, un Paese che da solo attui una riforma significativa come quella sulla tassazione dei *capital gains* rischia una riduzione del livello di intermediazione da parte dei residenti, attratti dalle piazze finanziarie e dagli intermediari esteri esenti. Gli stessi soggetti esenti (società e non residenti) potrebbero disintermediare gli operatori italiani per evitare il costo di dimostrare l'esenzione.

Ciò nonostante, il successo interno della riforma potrà essere un incentivo alla sua adozione anche in altri Paesi e quindi un passo importante verso un fisco neutrale a livello internazionale.

⁴⁰ L'acquisto all'estero di quote di un fondo comune estero che investe in titoli italiani consente di eludere la tassazione sia degli interessi sia dei *capital gains*. Lo stesso risultato si ottiene creando in un paradiso fiscale una società che investa in titoli italiani. Sui problemi legati alla tassazione delle attività finanziarie italiane in capo ai non residenti si vedano Hamai e Quarantini (1998a,b).

APPENDICE

LO SCHEMA DELLA RIFORMA

Senza voler analizzare la rispondenza tra i principi generali di neutralità ed equità fiscale e le linee di indirizzo decise dal legislatore italiano⁴¹ o tra queste e le concrete scelte tributarie attuate dal provvedimento governativo di riforma (D.Lgs 21.11.1997, n. 461), quest'ultimo, con riferimento alle persone fisiche, si può riassumere come segue.

LE DISTINZIONI FONDAMENTALI.

I rendimenti delle attività finanziarie sono distinti in:

- redditi di capitale (interessi, cedole, dividendi, scarti etc.)
- guadagni o perdite di capitale (plusvalenze/minusvalenze e redditi diversi).

Questi ultimi si distinguono a loro volta in due gruppi non comunicanti: guadagni (o perdite) realizzati con la cessione di "partecipazioni qualificate"⁴² e altri guadagni (o perdite) di capitale.

Le minusvalenze da partecipazioni qualificate vanno in riduzione solo delle plus dello stesso tipo; idem per le minusvalenze da altre partecipazioni.

Si hanno così tre distinte tipologie di rendimento:

- redditi di capitale (d'ora in poi "interessi")
- guadagni o perdite di capitale da partecipazioni qualificate ("plusvalenze qualificate")
- altri guadagni o perdite di capitale ("plusvalenze non qualificate")

⁴¹ In questa direzione si veda Guerra (1995a, 1997) e Gandullia (1997).

⁴² Le partecipazioni qualificate sono definite (art. 3) come azioni, partecipazioni, diritti o titoli convertibili (escluse le azioni di risparmio) ceduti nei 12 mesi per una percentuale superiore al 2% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria o al 5% del patrimonio (rispettivamente 20% e 25% per i titoli non negoziati in mercati regolamentati).

Le altre attività finanziarie comprendono tutte le tipologie azionarie, obbligazionarie, derivate, certificati di massa, quote di OICR, metalli preziosi, valute estere purché rivenienti da depositi con giacenza totale superiore a 100 milioni per almeno 7 giorni lavorativi continui. Restano esclusi i titoli rappresentativi di merci.

In base all'art.3 del decreto in esame le plusvalenze sono definite come "cessioni a titolo oneroso ovvero rimborso di titoli". Pertanto può generare plusvalenze anche un titolo obbligazionario portato a scadenza.

Il valore di partenza per il calcolo della plusvalenza è dato dalla media dei prezzi di giugno 1998 per i titoli quotati ovvero dal costo di acquisto, dal valore contabile di bilancio o da un valore di perizia per i titoli non quotati.

Ogni tipologia di rendimento può riferirsi a una definizione per cassa o per competenza secondo la bipartizione:

- rendimenti realizzati
- rendimenti maturati

può essere percepita in quattro situazioni diverse:

- disintermediata⁴³
- amministrata
- gestita individualmente
- gestita collettivamente

e tassata in tre regimi differenti e alternativi:

- regime ordinario (con dichiarazione)
- regime amministrato
- regime gestito

I tre regimi sono a scelta del risparmiatore a seconda della sua situazione di risparmiatore disintermediato, amministrato, gestito individualmente. Più precisamente, il regime ordinario è applicabile, dietro scelta esplicita, alle prime tre situazioni mentre, con procedura di silenzio-assenso, il regime amministrato è applicabile al risparmiatore amministrato e il regime gestito al risparmiatore gestito individualmente.

Una situazione a parte è rappresentata dalla gestione collettiva (fondi comuni, SICAV, esclusi al momento i fondi pensione⁴⁴) cui si applica esclusivamente il regime gestito.

⁴³ La canalizzazione obbligatoria degli investimenti finanziari, connessa alla loro dematerializzazione, elimina la prima situazione.

⁴⁴ I fondi pensione sono stati inizialmente esclusi dal nuovo regime rimanendo tassati a titolo d'imposta sugli interessi (con le nuove aliquote) e con tassazioni speciali in quota fissa nonché al momento della prestazione pensionistica. Nel 1999 è prevista una modifica del regime dei fondi pensione per equipararlo a quello dei fondi comuni, eventualmente con un'aliquota ridotta rispetto a quella generale del 12.5 per cento.

Quest'ultimo regime fa riferimento al rendimento maturato (principio di competenza) mentre gli altri due al rendimento realizzato. Tuttavia, per le plusvalenze non qualificate realizzate su un periodo di oltre 12 mesi viene introdotto un fattore moltiplicativo o "equalizzatore" "calcolato tenendo conto del periodo di possesso, del momento di pagamento dell'imposta, dei tassi di rendimento dei titoli di Stato, delle quotazioni dei titoli negoziati in mercati regolamentati e di ogni altro parametro" (art. 4 com. 9) atto a rendere equivalente la tassazione sul realizzato a quella sul maturato.

Nel risparmio gestito, le commissioni di gestione sono dedotte dal reddito maturato prima di procedere al calcolo dell'imposta. Inoltre le minusvalenze vanno in deduzione anche degli interessi percepiti.

In aggiunta, nel risparmio gestito collettivamente i risultati negativi sono deducibili illimitatamente nel tempo e cedibili, dietro corrispettivo, ad altri fondi gestiti dalla stessa società.

I REGIMI DI TASSAZIONE

Tenuto conto che le plusvalenze qualificate sono considerate a fini fiscali solo in sede di realizzo e tassate in regime ordinario con aliquota 27% (senza equalizzatore), lo schema complessivo che caratterizza la riforma è riassunto nella seguente tavola.

REGIME	INTERESSI		PLUSVAL.NON QUALIF.	
	INCASSATI	MATURATI	REALIZZATE (equalizzate)	MATURATE
ORDINARIO	12.5% 27% (1) 0% (2) aliqu. IRPEF (3)	 	12.5%	
AMMINISTRATO	12.5% 27% (1) 0% (2)	 	12.5%	
GESTITO	 	12.5% 27% (1) (4) 0% (2)	 	12.5%

(1) obbligazioni private sotto i 18 mesi; obbligazioni private sopra i 18 mesi e cambiali finanziarie con rendimento effettivo superiore al TUS moltiplicato 4/3 (5/3 se quotate o offerte in OPV); depositi, c/correnti e CD bancari; pronti contro termine su titoli tassati con aliquota 27%; titoli atipici; accettazioni bancarie.

(2) dividendi da gestioni individuali e collettive.

(3) dividendi da partecipazioni qualificate; dividendi da partecipazioni non qualificate con opzione per la non ritenuta d'imposta del 12.5%. In entrambi i casi spetta il credito d'imposta.

(4) i conti correnti bancari con giacenza media annua non superiore al 5% dell'attivo medio gestito sono tassati al 12.5%.

Riferimenti bibliografici

- Ahsan S. M. (1975), A note on capital gains exemption and risk taking, *Quarterly Journal of Economics*, 89, 1, pp. 151-153.
- Ando A., Blume M. E. e Friend I. (1985), *The Structure and Reform of the U.S. Tax System*, Cambridge (Ma), The MIT Press.
- Auerbach A. J. e Feldstein M. (1985), *Handbook of Public Economics*, Amsterdam, North-Holland.
- Banca d'Italia (1987), *La tassazione e i mercati finanziari*, Temi di discussione, n. 94.
- Banca d'Italia (1989), *La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE alla luce della liberalizzazione valutaria*, Temi di discussione, n. 114.
- Banca d'Italia (1996), *Bollettino Economico*, n. 27, ottobre.
- Bernardi L. (a cura di) (1995), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 1995*, Bologna, Il Mulino.
- Bosi P. (1996), *I tributi nell'economia italiana: aspetti istituzionali e di politica economica*, Bologna, Il Mulino.
- Brealey R. A. e Myers S. C. (1991), *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill, 4th ed.; ed. it. a cura di S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Milano McGraw Hill, 1993.
- Brennan M. J. (1970), Taxes, market valuation and corporate financial policy, *National Tax Journal*, 23, 4, pp. 417-427.
- Ceriani V., Frasca F. e Monacelli D. (1992), Il sistema tributario e il disavanzo pubblico: problemi e prospettive, in Ente Einaudi (1992), pp. 601-819.
- Cesari R. e Panetta F. (1998), *Style, fees and performance of Italian equity funds*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 325.
- Ciocca P. (1998), *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie (Commissione Parlamentare Riforma Fiscale)*, Roma, 27 maggio.

- Codogno L. e Zorzi A. (1996), I rendimenti lordi dei titoli di Stato: la componente fiscale e l'impatto della nuova riforma, *Bancaria*, 52, 10, pp. 12-25.
- Domar E. D. e Musgrave R. A. (1944), Proportional income taxation and risk-taking, *Quarterly Journal of Economics*, 58, 3, pp. 388-422.
- Elton E. J. e Gruber M. J. (1970), Marginal stockholder tax rates and the clientele effect, *Review of Economics and Statistics*, 52, 1, pp. 68-74.
- Ente Einaudi (1992), Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro. Vol. I. Alle radici del deficit: politica della spesa e politica fiscale, Bologna, Il Mulino.
- Esposito M. (1998), Dit+Irap, Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche, R98-9.
- Feldstein M. (1980), Inflation, tax rules and the stock market, *Journal of Monetary Economics*, 6, 3, pp. 309-331.
- Feldstein M., Slemrod J. e Ytzhaki S. (1980), The effects of taxation on the selling of corporate stock and the realization of capital gains, *Quarterly Journal of Economics*, 94, 4, pp. 777-791.
- Gandullia L. (1997), Commento a Guerra (1997), *Quaderni di Finanza Consob*, 22-2, pp. 189-197.
- Gandullia L. (1998), La riforma della tassazione sul reddito delle imprese: effetti sui bilanci delle società quotate, in *IRS* (1998), pp. 223-255.
- Giannini S. (1989), Imposte e finanziamento delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- Giannini S. (1995), L'imposizione sulle imprese: regime vigente e ipotesi di riforma, *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 54, 2, I, pp. 219-274.
- Giannini S. (1997), La riforma della tassazione sui redditi d'impresa: effetti sui bilanci e sui mercati, Milano, *Credito Italiano*.
- Giovannini A. (1989), National tax systems versus the European capital market, *Economic Policy*, 4, 9, pp. 345-386.

- Guerra M. C. (1995a), La tassazione dei redditi di capitale in capo alle persone fisiche: problemi e prospettive, *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 54, 2, I, pp. 275-335.
- Guerra M. C. (1995b), Tassazione delle società e delle attività finanziarie: la riforma che non c'è, in Bernardi (1995), pp. 167-190.
- Guerra M. C. (1997), La tassazione delle attività finanziarie: il ruolo degli intermediari, *Quaderni di Finanza Consob*, 22-2, pp. 149-188.
- Hamai R. e Quarantini G. (1998a), La riforma fiscale delle attività finanziarie in Italia, *Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche*, R98-1.
- Hamai R. e Quarantini G. (1998b), La tassazione delle attività finanziarie italiane in capo ai soggetti non residenti. Quadro normativo ed effetti economici, *Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche*, R98-17.
- Hicks J. R. (1946), *Value and Capital*, Oxford, Oxford University Press, 2^a ed.
- IRS (1998), *Rapporto IRS sul mercato azionario*, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Kennedy C. (1956), Stamp duties as a capital gains tax, *Review of Economic Studies*, 23, 62, pp. 241-244.
- Marseglia G. e Rizzo R. C. (1997), L'aliquota fiscale effettiva: una nuova chiave di lettura per la curva dei rendimenti dei BTP, *Bancaria*, 53, 3, pp. 54-62.
- Ministero delle Finanze (1995), *La riforma fiscale: libro Bianco*, *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 54, 3, I, pp. 591-658.
- Mossin J. (1968), Taxation and risk-taking: an expected utility approach, *Economica*, 35, 137, pp. 74-82.
- Poterba J. M. (1987), How burdensome are capital gains taxes? Evidence from the United States, *Journal of Public Economics*, 33, 2, pp. 157-172.
- Razin A. e Sadka E. (1991), International tax competition and gains from tax harmonization, *Economics Letters*, 37, 1, pp. 69-76.

- Rizzo R. C. (1994), La componente fiscale come causa del disallineamento dei rendimenti dei BTP, *Finanza Imprese e Mercati*, 6, 2, pp. 203-219.
- Rothschild M. e Stiglitz J. E. (1971), Increasing risk II: its economic consequences, *Journal of Economic Theory*, 3, 1, pp. 66-84.
- Sandmo A. (1970), The effect of uncertainty on saving decisions, *Review of Economic Studies*, 37, 111, pp. 353-360.
- Sandmo A. (1985), The effects of taxation on savings and risk taking, in Auerbach e Feldstein (1985), cap. 5.
- Sharpe W. F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk, *Journal of Finance*, 19, 3, pp. 425-442.
- Shoup C. S. (1957), Stamp duties as a capital gains tax: comment, *Review of Economic Studies*, 25, 66, pp. 53-57.
- Stiglitz J. E. (1969), The effects of income, wealth, and capital gains taxation on risk-taking, *Quarterly Journal of Economics*, 83, 2, pp. 263-283.
- Tobin J. (1958), Liquidity preference as behavior toward risk, *Review of Economic Studies*, 25, 1, pp. 65-86.
- Waterson M. (1985), On progressive taxation and risk-taking, *Oxford Economic Papers*, 37, 3, pp. 510-519.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI “TEMI DI DISCUSSIONE” (*)

- n. 324 — *Properties of the Monetary Conditions Index*, di G. GRANDE (dicembre 1997).
- n. 325 — *Style, Fees and Performance of Italian Equity Funds*, di R. CESARI e F. PANETTA (gennaio 1998).
- n. 326 — *Adverse Selection of Investment Projects and the Business Cycle*, di P. REICHLIN e P. SICONOLFI (febbraio 1998).
- n. 327 — *International Risk Sharing and European Monetary Unification*, di B. E. SØRENSEN e O. YOSHA (febbraio 1998).
- n. 328 — *The Behaviour of the Dollar and Exchange Rates in Europe: Empirical Evidence and Possible Explanations*, di P. DEL GIOVANE e A. F. POZZOLO (febbraio 1998).
- n. 329 — *Risultati e problemi di un quinquennio di politica dei redditi: una prima valutazione quantitativa*, di S. FABIANI, A. LOCARNO, G. ONETO e P. SESTITO (marzo 1998).
- n. 330 — *La problematica della crescente fragilità nella “ipotesi di instabilità finanziaria” da una prospettiva kaleckiana*, di G. CORBISIERO (marzo 1998).
- n. 331 — *Research and Development, Regional Spillovers, and the Location of Economic Activities*, di A. F. POZZOLO (marzo 1998).
- n. 332 — *Central Bank Independence, Centralization of Wage Bargaining, Inflation and Unemployment: Theory and Evidence*, di A. CUKIERMAN e F. LIPPI (aprile 1998).
- n. 333 — *La domanda di finanziamenti bancari in Italia e nelle diverse aree del Paese (1984-1996)*, di D. FOCARELLI e P. ROSSI (maggio 1998).
- n. 334 — *La politica fiscale nei paesi dell’Unione europea negli anni novanta*, di P. CASELLI e R. RINALDI (luglio 1998).
- n. 335 — *Signaling Fiscal Regime Sustainability*, di F. DRUDI e A. PRATI (settembre 1998).
- n. 336 — *Fiscal Consolidations under Fixed Exchange Rates*, di P. CASELLI (ottobre 1998).
- n. 337 — *Investimenti diretti all’estero e commercio: complementi o sostituti?*, di A. MORI e V. ROLLI (ottobre 1998).
- n. 338 — *Nonlinear VAR: Some Theory and an Application to US GNP and Unemployment*, di F. ALTISSIMO e G. L. VIOLANTE (ottobre 1998).
- n. 339 — *The Probability Density Function of Interest Rates Implied in the Price of Options*, di F. FORNARI e R. VIOLI (ottobre 1998).
- n. 340 — *Heterogeneous “Credit Channels” and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union*, di L. GAMBACORTA (ottobre 1998).
- n. 341 — *“Enemy of None but a Common Friend of All”? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function*, di C. GIANNINI (dicembre 1998).
- n. 342 — *Energy Consumption, Survey Data and the Prediction of Industrial Production in Italy*, di D. J. MARCHETTI e G. PARIGI (dicembre 1998).
- n. 343 — *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, di G. CORSETTI, P. PESENTI e N. ROUBINI (dicembre 1998).
- n. 344 — *Investment and the Exchange Rate*, di F. NUCCI e A. F. POZZOLO (dicembre 1998).
- n. 345 — *Reallocation and Learning over the Business Cycle*, di F. SCHIVARDI (dicembre 1998).
- n. 346 — *Una ricostruzione omogenea di dati regionali: conti economici e reddito disponibile delle famiglie 1970-1995*, di P. BERRETTONI, R. DELOGU, C. PAPPALARDO e P. PISELLI (febbraio 1999).
- n. 347 — *Industrial Districts and Local Banks: Do the Twins Ever Meet?*, di A. BAFFIGI, M. PAGNINI e F. QUINTILIANI (marzo 1999).
- n. 348 — *Orari di lavoro atipici in Italia: un’analisi attraverso l’Indagine dell’uso del tempo dell’Istat*, di R. TORRINI (marzo 1999).

(*) I “Temi” possono essere richiesti a:

Banca d’Italia – Servizio Studi – Divisione Biblioteca e pubblicazioni – Via Nazionale, 91 – 00184 Roma
(fax 0039 06 47922059).