

TASSAZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE
(Corso di Laurea in Economia e Società, curriculum Finanza e moneta e
Corso di Laurea specialistica in Analisi, consulenza e gestione finanziaria, curriculum:
Gestione finanziaria)

Docente: Maria Cecilia Guerra

Lettura 3: La tassazione dei dividendi

1. La doppia tassazione degli utili societari

Gli utili delle società di capitali sono generalmente assoggettati ad una tassazione in capo alla società (in Italia fino al 2003 l'Irpeg e dal 2004 l'Ires).

Gli *utili distribuiti*, e cioè i dividendi, sono poi molto spesso tassati in capo ai soci.

In mercati finanziari perfetti e in condizioni di certezza, l'esistenza di *utili non distribuiti* si riflette in un aumento del valore delle azioni. Gli utili non distribuiti subiscono allora una tassazione in capo ai soci in tutti i paesi in cui essi siano tassati sulle plusvalenze azionarie.

L'opportunità di mantenere questa doppia tassazione degli utili, in capo al socio e alla società, è argomento estremamente controverso.

Sotto il profilo equitativo, si può ricordare che in sistemi in cui il prelievo è ispirato al principio della capacità contributiva, le società di capitali dovrebbero essere assoggettate ad una propria imposta solo se si ritiene che esse abbiano una capacità contributiva autonoma rispetto a quella dei soci che ne detengono il capitale.

Una risposta positiva a tale interrogativo trova fondamento nella distinzione fra controllo e proprietà, tipica delle società capitalistiche avanzate. Questa distinzione comporta che le società di capitali godano di un proprio potere economico, indipendente da quello dei loro azionisti. Possono quindi essere considerate come entità separate rispetto agli azionisti stessi ed essere autonomamente assoggettate a tassazione. In quest'ottica, in particolare, è corretto tassare gli utili in capo alla società e tassarli nuovamente in capo agli azionisti. Il regime di doppia imposizione che ne deriva, noto come *sistema classico*, è adottato in importanti economie, quali, ad esempio, fino al 2003, gli Stati Uniti.

Questo approccio può però essere contestato sulla base della seguente valutazione. Anche qualora si riconosca che le società sono entità a sé stanti, non si può negare che chi sopporta in definitiva l'onere del prelievo sono necessariamente gli individui. In particolare, se si prescinde dall'esistenza di possibili fenomeni di traslazione del tributo, un'imposta sulle società non può che tradursi in più bassi rendimenti per coloro che ne detengono il capitale. In un'ottica di trasparenza sarebbe quindi preferibile tassare direttamente gli individui, anziché tassarli indirettamente attraverso un'imposta a livello societario. Questa seconda concezione, molto diffusa nei paesi occidentali, porterebbe ad opporsi all'esistenza stessa di un'imposta sulle società.

Gli utili potrebbero allora essere tassati in capo al socio, come reddito ordinario, al momento della loro distribuzione. Resterebbe aperto il problema di come tassare, in capo al socio, gli *utili non distribuiti*, al fine di evitare che la società sia incentivata a rinviarne il più possibile la distribuzione per

rimandare la tassazione.

Teoricamente esistono più soluzioni a questo problema. Le più rigorose sono le seguenti:

Partnership approach:

L'utile della società di capitali, indipendentemente dalla sua distribuzione, potrebbe essere attribuito pro-quota ai soci e tassato in capo agli stessi come componente del loro reddito complessivo. Per le società a larga base azionaria questo metodo di prelievo risulta però di difficile applicazione, in particolare perché l'identità dei proprietari di azioni non è sempre nota alle autorità.

Capital gains approach

Nell'ipotesi, ricordata più sopra, secondo cui l'esistenza di utili non distribuiti si riflette in un aumento del valore delle azioni, gli utili non distribuiti potrebbero essere tassati in capo al socio assoggettando a tassazione le plusvalenze maturate sulle azioni. Anche questo metodo non è però diffuso per due ragioni: 1) la tassazione delle plusvalenze alla maturazione (coerente con una tassazione del tipo reddito entrata) è, come si vedrà nella lettura 4., oggetto di controversia sia sul piano teorico che su quello pratico. La maggior parte dei paesi tassa le plusvalenze solo alla realizzazione (l'Italia costituisce sotto questo profilo un'importante eccezione), molto spesso assoggettandole a regimi agevolati; 2) in presenza di incertezza e di imperfezioni sui mercati finanziari, il legame fra plusvalenze maturate e utili non distribuiti risulta alquanto tenue.

Le difficoltà che si incontrano nell'applicazione concreta di questi metodi hanno indotto la maggior parte dei paesi ad adottare una soluzione alternativa, che consiste nel mantenimento di un'imposta in capo alla società, a cui viene riconosciuta la funzione di tassare gli utili non distribuiti. Tale imposta è poi coordinata con l'imposta personale al fine di evitare (o attenuare) ogni duplicazione di imposta. Il coordinamento volto ad evitare la doppia imposizione prende il nome di *integrazione* fra imposta societaria e personale.

I sistemi che vengono concretamente a delinearli sono generalmente sistemi di *integrazione parziale*, relativi cioè ai soli *utili distribuiti*.

Gli utili non distribuiti sono invece tassati in capo alla società e, se vi è tassazione delle plusvalenze, nella misura in cui tali plusvalenze riflettano l'esistenza di utili non distribuiti, anche in capo ai soci.

2. Possibili forme di integrazione parziale

Credito di imposta

Lo strumento del credito di imposta ha la funzione di eliminare totalmente la doppia tassazione degli utili distribuiti. L'imposta prelevata in capo alla società viene infatti considerata un mero *acconto* dell'imposta dovuta dal socio.

Il funzionamento del credito di imposta può essere così illustrato:

Supponiamo che la società abbia un utile lordo, U , e che l'imposta sulle società sia prelevata secondo un'aliquota, t_g .

Supponiamo inoltre che gli utili al netto della tassazione (UN) siano integralmente distribuiti ($UN=UD$) ad un unico socio, con aliquota marginale di imposta pari a t .

L'imposta a carico della società, T_1 , è pari a:

$$T_1 = t_g U$$

L'utile netto, che è, nelle ipotesi fatte, pari anche all'utile distribuito, UD , sarà allora pari a :

$$UN = UD = (1 - t_g)U$$

da cui si ricava

$$U = UD / (1 - t_g).$$

L'imposta pagata dalla società può allora essere anche scritta come:

$$T_1 = (t_g / (1 - t_g)) UD$$

E l'utile U , può essere espresso come $UD + T_1$ e cioè come:

$$U = UD + (t_g / (1 - t_g)) UD$$

Affinché l'Imposta pagata dalla società svolga esclusivamente una funzione di acconto dell'imposta dovuta dal socio, il prelievo in capo a quest'ultimo, T_2 , deve essere pari a:

$$T_2 = tU - t_g U$$

$$T_2 = t(UD + (t_g / (1 - t_g)) UD) - (t_g / (1 - t_g)) UD$$

Questo risultato viene ottenuto tassando il socio sull'utile lordo (espresso in funzione dell' UD che egli ottiene e quindi in funzione di una grandezza che egli conosce) e permettendogli di detrarre dall'imposta dovuta, come credito di imposta, l'ammontare $(t_g / (1 - t_g)) UD$ già pagato a monte dalla società.

Il carico complessivo che grava sul reddito U è allora pari a:

$$T = T_1 + T_2$$

$$T = t_g U + tU - t_g U = tU$$

Il meccanismo del credito di imposta evita quindi il fenomeno della doppia tassazione e garantisce che l'imposta che grava sugli utili sia unicamente pari a quella dovuta dal socio.

L'aliquota dell'imposta personale sul reddito rilevante è l'aliquota marginale del socio, in quanto i dividendi lordi confluiscono nella base imponibile dell'imposta sui redditi delle persone fisiche e si sommano quindi, come ulteriori redditi (redditi marginali), agli altri redditi del contribuente.

Illustriamo l'applicazione del meccanismo del credito di imposta ricorrendo ad un esempio numerico. Supponiamo che una società per azioni abbia realizzato un utile lordo di 100, e che l'imposta sulla società sia prelevata secondo un'aliquota del 30%. Supponiamo inoltre che la società intenda distribuire integralmente l'utile residuo ad un unico socio, persona fisica. Il socio includerà nel suo reddito imponibile il dividendo ricevuto, maggiorato dell'imposta. Pagata dalla società.

Il credito di imposta è pari a

$$0,5625 * 64 = 36$$

e corrisponde all'imposta pagata dalla società.

L'azionista pagherà l'imposta sui dividendi in misura pari a:

$$t(64 + 0,5625 * 64) - 0,5625 * 64$$

$t_{100} - 36$

t_{100} potrà essere maggiore, minore o uguale a 36, a seconda che t sia maggiore minore o uguale a $t_g=36\%$.

Se $t=t_g$, l'acconto versato dalla società sotto forma di imposta societaria assolve pienamente al debito di imposta del socio, che non deve versare nulla.

Se $t>t_g$, il socio dovrà integrare l'imposta versata in acconto dalla società con un nuovo versamento.

Se $t<t_g$, l'imposta versata dalla società eccede il debito di imposta del socio, il quale avrà quindi diritto ad utilizzare l'imposta pagata in eccesso dalla società per compensare altri oneri di imposta, o potrà ottenerne il rimborso.

Cedolare secca sugli utili distribuiti

Un modo per attenuare la doppia tassazione, pur senza eliminarla, consiste nell'assoggettare gli utili distribuiti ad un prelievo, alla fonte, a titolo di imposta, secondo un'aliquota inferiore a quella cui sarebbero assoggettati se fossero inclusi nella base imponibile dell'imposta personale e progressiva sui redditi del socio.

Se si considera una società di capitali con un utile lordo pari a 100, che paga 36 di imposta societaria e distribuisce tutto l'utile netto, pari a 64, ad un unico azionista, l'applicazione di una ritenuta a titolo di imposta, ad esempio, del 12,5% in capo a quest'ultimo comporta un ulteriore prelievo pari a $(0,125 \cdot 64) = 8$. L'imposta complessivamente gravante sugli utili societari diviene quindi pari a $(36 + 8) = 44$ pari cioè al 44% dell'utile lordo.

Inclusione solo parziale dei dividendi nella base imponibile dell'imposta sui redditi

Un ulteriore modo per attenuare, senza eliminarla, la doppia tassazione sui dividendi consiste nel prevederne l'inclusione nella base imponibile dell'imposta sui redditi del socio solo per una determinata percentuale.

Riprendendo l'esempio illustrato più sopra, nell'ipotesi che tale percentuale sia pari al 40%, la società tassata al 36% distribuisce 64 di utili netti. Il socio include nella base imponibile utili per 25,6.

L'imposta complessivamente gravante sugli utili societari sarà, in questo caso pari a $36 + t_{25,6}$

Cedolare secca e credito di imposta in presenza di utili che hanno goduto di trattamenti agevolati

Nel caso in cui la società distribuisca utili che non hanno scontato l'imposta societaria, perché esenti, o che sono stati sottoposti ad un trattamento agevolato, il meccanismo del credito di imposta comporterebbe la restituzione al socio di un'imposta che la società *non* ha pagato. Le diverse legislazioni hanno allora messo a punto meccanismi più o meno complessi (quali imposte di conguaglio che la società paga al momento della distribuzione dei dividendi) per evitare questo fenomeno e garantire che il credito di imposta di cui il socio può godere non possa essere superiore all'imposta effettivamente pagata dalla società.

In questo caso, l'agevolazione riconosciuta alla società non è trasmessa al socio, che viene sempre tassato secondo l'aliquota ordinaria.

Il meccanismo della cedolare secca rende invece automatico il trasferimento al socio di qualsiasi agevolazione goduta dalla società.

Per capire questa affermazione riprendiamo l'esempio relativo ad una società di capitali con un utile lordo pari a 100, e ipotizziamo che essa sia tassata con un'aliquota ridotta del 19%. La società pagherà quindi 19 di imposta societaria e distribuirà all'unico azionista un utile netto di 81. L'azionista

subirà poi la cedolare secca pari a $(0,125 \cdot 81) = 10,125$. L'imposta complessivamente gravante sugli utili societari diviene quindi pari a $(19 + 10,125) = 29,125$ sensibilmente inferiore al 44% dell'utile lordo che si sarebbe avuto in assenza di agevolazione.

3. La tassazione dei dividendi in Europa

La tabella che segue mette in evidenza come il credito di imposta sia ormai presente in un numero esiguo dei paesi della UE: Finlandia, Francia, Regno Unito e Spagna. Nel nostro paese esso è stato eliminato a partire dal 1 gennaio 2004.

Sono invece molto diffusi regimi di tassazione cedolare definitiva e di inclusione parziale.

Questo fenomeno è in parte imputabile alla progressiva diminuzione dell'imposta societaria, che rende meno gravoso il problema della doppia tassazione. In parte è riconducibile all'esigenza di non discriminare azionisti residenti, che beneficerebbero del credito di imposta, e azionisti non residenti che ne sono invece generalmente esclusi. Il riconoscimento del credito di imposta comporterebbe infatti per il paese in cui risiede la società la rinuncia ad ogni tipo di tassazione sugli utili corrisposti ai soggetti non residenti.

L'attenuazione della doppia tassazione viene quasi ovunque raggiunta con altri strumenti, quali la tassazione alla fonte definitiva e l'inclusione solo parziale dei dividendi nella base imponibile delle imposte sui redditi.

La tassazione che complessivamente grava sui dividendi, in capo alla società e in capo al socio, comporta che questi redditi di capitale siano più pesantemente tassati rispetto agli interessi. L'evoluzione della tassazione sui redditi di capitale nei paesi industrializzati nell'ultimo decennio mette inoltre in evidenza una divaricazione crescente fra l'onere riservato a queste due forme di redditi di capitale.

Non ci si meraviglia quindi della diffusione che hanno raggiunto fenomeni elusivi, finalizzati a trasformare i dividendi in interessi (o plusvalenze) più mitemente tassati.

Tabella 1. Sistemi di integrazione fra imposte societarie e personali nella UE (2003)

<i>Sistema di integrazione</i>	<i>Paesi</i>
Piena esenzione	Grecia
Esenzione parziale (1)	Lussemburgo (50%), Germania (50%), Portogallo (50%), Italia (PQ) (40%, dal 2004), Francia (50%, dal 2005)
Tassazione separata o sostitutiva	Austria, Belgio, Danimarca, Svezia, Paesi Bassi (PQ) (2), Italia (PNQ)
Credito parziale	Spagna, Francia (fino al 2004), Regno Unito
Credito totale	Finlandia, Italia (fino al 2003, opzionale per PNQ)
Sistema classico	Irlanda

Fonte: V.Ceriani e S.Giannini (2004)

Legenda: PQ = partecipazioni qualificate; PNQ = partecipazioni non qualificate

(1) Fra parentesi: percentuale di inclusione del dividendo nell'imponibile dell'imposta personale progressiva dell'azionista.

(2) I Paesi Bassi applicano alle partecipazioni non qualificate una tassazione del 30 per cento sul rendimento presuntivo (4 per cento).

Il paragrafo che segue è tratto da Bosi. P. (a cura di) Corso di Scienza delle finanze, il Mulino, Bologna, 2006.

~~Il teorema di Barone, ad esempio, è alla base delle motivazioni che hanno portato al superamento di sistemi di imposizione indiretta caratterizzati in modo rilevante dalla presenza di imposte come le accise, per passare a sistemi in cui il ruolo dell'imposizione indiretta sia fondato su imposte generali sugli scambi (abbiamo infatti accennato che nello schema di Barone un'imposta diretta è equivalente ad un'imposta indiretta *ad valorem* che gravi con la medesima aliquota su entrambi i beni).~~

~~Il teorema degli effetti delle imposte sulla decisione di produrre reddito è stato alla base delle tesi della *supply side economics*, che negli anni '80 ha avuto in Laffer e nell'amministrazione Reagan i principali sostenitori. In quegli anni venne molto propagandata la c.d. *curva di Laffer*, vale a dire una relazione a campana, prima crescente e poi decrescente fino ad incrociare l'asse delle ascisse, tra gettito fiscale e livello delle aliquote. L'avversione ad un aumento delle aliquote fiscali è infatti motivata economicamente con il fatto che essa causa disincentivi alla produzione di reddito e quindi alla fine sottrae anche base imponibile allo Stato, con la conseguenza di poter risultare addirittura controproducente sul gettito fiscale. Nel nostro paese, le conclusioni di quel teorema possono essere alla base delle misure di sgravi fiscali concessi a favore di imprese che operano nel sommerso, nell'ipotesi che tale loro stato sia determinato dall'eccessivo peso delle imposte nella misura prevista dalle leggi, che avrebbe l'effetto di «mettere fuori mercato» le loro attività.~~

~~L'alternativa tra imposta sul reddito e imposta sulla spesa sulle decisioni di risparmio fornisce infine l'argomento di tipo allocativo più importante a fianco di quelli equitativi sottolineati dai sostenitori della doppia tassazione del risparmio, illustrati nel paragrafo 5.1, ai sostenitori dell'idea di superare il modello dell'imposta personale sul reddito-entrata per passare a quello fondato sulla tassazione del reddito speso. Esso si basa in modo cruciale sull'intensità dell'effetto di sostituzione prodotto da modificazioni del tasso di interesse.~~

6.4. L'imposta sui profitti e le scelte di investimento e di finanziamento delle imprese

Anche le modalità con cui viene disegnata la tassazione delle società di capitali, e più in generale di tutte le imprese, devono essere valutate non solo sotto il profilo equitativo, come si è fatto nel paragrafo 5.4, ma anche sotto il profilo della loro efficienza. Occorre cioè vedere in quale misura le imposte interferiscono con le scelte che le imprese farebbero in assenza di imposte, al fine di massimizzare il proprio profitto.

Se per semplicità prescindiamo dagli ammortamenti, e consideriamo fra i costi di produzione il solo costo del lavoro, possiamo scrivere l'equazione del profitto come:

$$\Pi = F - wL - rK$$

dove:

$F(K, L)$ è il valore della produzione, funzione di K (capitale) e L (lavoro);
 wL , il costo del lavoro, pari al prodotto fra w (salario) e il lavoro impiegato nell'impresa;

rK , è il prodotto fra il tasso di interesse di mercato, r , e il capitale preso a prestito (o messo a disposizione dagli azionisti) e investito nell'impresa.

L'impresa sceglierà K e L in modo da massimizzare il proprio profitto. Tale massimizzazione richiede che sia:

$$F_L = w \quad F_K = r$$

dove F_L e F_K rappresentano le derivate parziali di F , rispetto a L e K rispettivamente.

Ciò significa che un'impresa che abbia l'obiettivo di massimizzare il profitto impiega i fattori produttivi in misura ottimale quando la produttività marginale di ciascuno di essi eguaglia il costo della loro remunerazione. La produttività marginale del lavoro deve essere pari al salario reale; quella del capitale al tasso di interesse.

Imposte che gravano sull'impresa (ad esempio, l'imposta sui profitti, i contributi sociali a carico dei datori, le imposte dirette sul valore aggiunto) o sulle remunerazioni dei fattori (i contributi sociali a carico dei lavoratori o le imposte personali sul reddito, le ritenute sugli interessi, ecc.) quasi sempre producono distorsioni nelle condizioni di impiego dei fattori, inducendo gli operatori ad allontanarsi dalle condizioni di ottimo. Il *cuneo fiscale* è un indicatore che, con riferimento ad un dato fattore e ad un dato sistema impositivo, misura la distorsione prodotta dalle imposte. In questo contesto, esso è pari alla differenza fra il costo (al lordo delle imposte) sostenuto dall'impresa che acquista il fattore considerato e la remunerazione (al netto delle imposte) ottenuta dal soggetto che lo vende.

Se il cuneo fiscale, CF , assume valori positivi, si avrà, come esito della massimizzazione del proprio profitto da parte dell'impresa:

$$F_L > w, \text{ e in particolare } F_L = w + CF$$

$$F_K > r, \text{ e in particolare } F_K = r + CF$$

La presenza di un cuneo fiscale, nell'ipotesi standard di produttività marginale decrescente dei fattori utilizzati, si tradurrà in una minore domanda degli stessi, rispetto a quella che si sarebbe avuta in assenza di imposta. L'imposta è quindi distorsiva.

Consideriamo in maggior dettaglio i possibili effetti delle imposte sulle scelte di finanziamento e di investimento delle imprese.

Come si è accennato più sopra, le imprese possono finanziare i propri investimenti:

- ricorrendo all'indebitamento e corrispondendo quindi, al creditore, degli interessi passivi;
- ricorrendo al capitale proprio, attraverso l'emissione di nuove azioni o l'impiego di utili non distribuiti. La remunerazione del socio avverrà allora sotto forma di dividendi o di plusvalenze azionarie.

Il creditore e il socio finanziano l'impresa solo se da tale finanziamento possono ottenere un rendimento almeno pari a quello che potrebbero ottenere da investimenti alternativi, ma con caratteristiche di rischio e liquidità

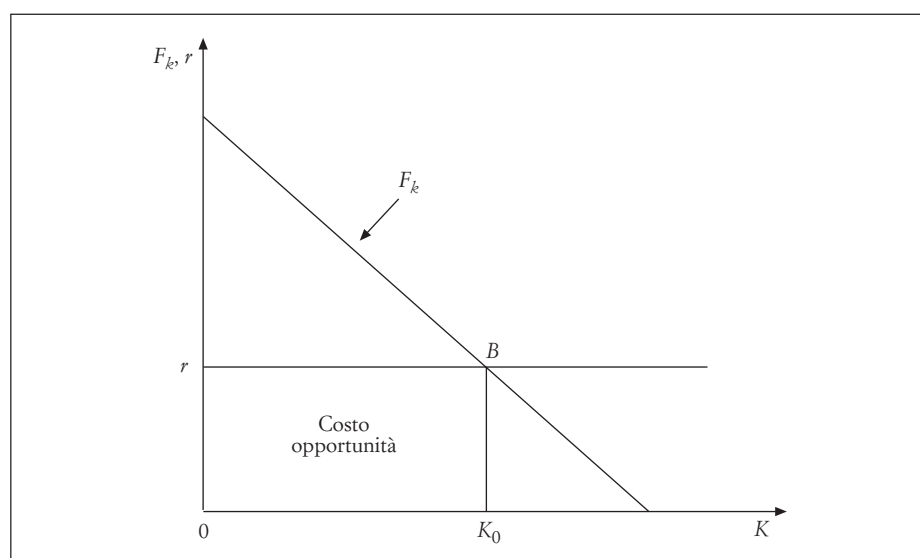


FIGURA 3.10. Scelte di investimento dell'impresa in assenza di tassazione.

analoghi (ad esempio dalla sottoscrizione di attività finanziarie), che possiamo definire «tasso di mercato» o «remunerazione ordinaria», e che chiameremo r .

Come illustrato dalla figura 3.10, prescindendo dalle problematiche relative agli ammortamenti, e ipotizzando che gli investimenti offrano rendimenti F_k via via decrescenti (produttività marginale del capitale decrescente), in assenza di imposte le imprese avranno interesse a compiere investimenti fino al punto, B (cui corrisponde un capitale investito K_0), in cui il rendimento che ottengono dall'investimento marginale è sufficiente a ripagare il finanziatore (sia esso l'azionista o il creditore) ad un tasso uguale ad r (costo opportunità del finanziamento all'impresa), e cioè, come si è ricordato più sopra, fino al punto in cui $F_k = r$.

Il sistema fiscale può interferire con le scelte di investimento delle imprese se, per garantire al finanziatore (socio o creditore) una remunerazione *al netto delle imposte*, r , coerente con quella che può essere ottenuta da investimenti alternativi, esse devono ottenere dall'investimento effettuato un rendimento, al lordo delle imposte, più elevato di r .

Consideriamo in particolare le distorsioni che possono derivare dall'esistenza di una imposta sui profitti dell'impresa, prelevata secondo un'aliquota t_g .

L'esistenza stessa e l'entità di tali distorsioni dipendono dalle modalità di finanziamento scelte dall'impresa.

Caso 1: finanziamento con debito

Nel caso in cui le imprese si finanzino con debito, la tassazione risulta neutrale nei confronti delle scelte di investimento, purché venga garantita la piena deducibilità dal reddito di impresa degli interessi passivi, rK .

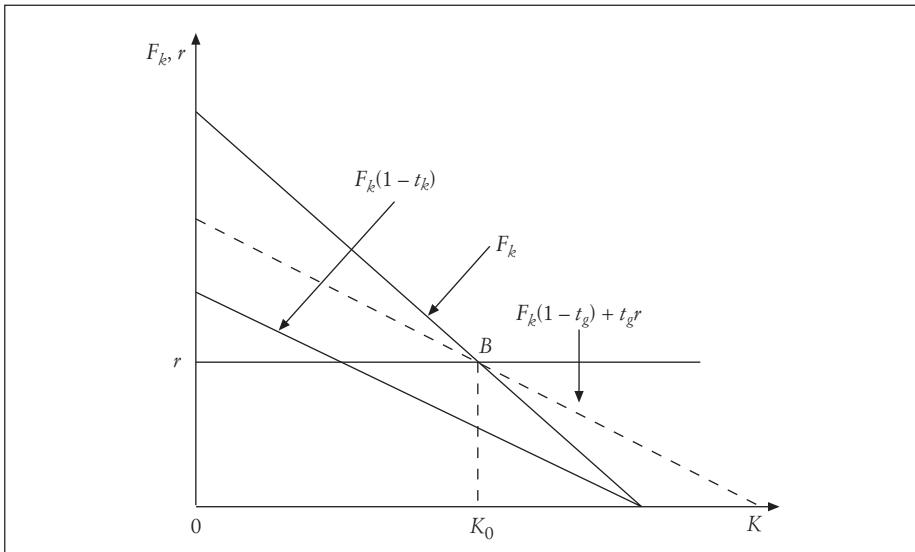


FIGURA 3.11. Scelte di investimento in presenza di tassazione: finanziamento con debito.

In questo caso, infatti, il profitto che l'impresa intende massimizzare è quello al netto delle imposte, che è pari a:

$$\Pi = F - wL - rK - t_g(F - wL - rK)$$

E l'esito della massimizzazione è:

$$F_K(1 - t_g) = r(1 - t_g)$$

da cui:

$$F_K = r$$

Come avveniva in assenza di imposte, la produttività marginale del capitale eguaglia la remunerazione dello stesso. L'imposta non è distorsiva.

Come illustrato dalla figura 3.11 il rendimento (al lordo dell'imposta) che l'impresa ottiene dal proprio investimento *marginale* (nel punto di ottimo B) non subisce alcuna tassazione, essendo azzerato dalla deduzione degli interessi passivi, di pari ammontare, necessari a ripagare il capitale di debito con cui tale investimento è stato finanziato. Non subendo, al margine, alcuna tassazione, l'impresa potrà allora garantire al proprio creditore un rendimento netto pari al rendimento lordo, r , e l'investimento compiuto sarà sempre pari a K_0 .

Caso 2: finanziamento con capitale proprio

Se l'impresa si finanzia mediante il ricorso a capitale proprio, la neutralità nei confronti delle scelte di investimento viene invece meno.

In questo caso, infatti l'imposta riduce il prodotto marginale e determina un cuneo fiscale positivo.

Il profitto da massimizzare, al netto delle imposte, è infatti pari a:

$$\Pi = F - wL - rK - t_g(F - wL)$$

dove rK rappresenta il costo del capitale azionario, interpretabile come remunerazione ordinaria del capitale investito nell'impresa. Diversamente rispetto al caso precedente, rK non è deducibile dalla base imponibile dell'imposta sul profitto.

L'esito della massimizzazione è:

$$F_K(1 - t_g) = r$$

E quindi:

$$F_K > r$$

e, in particolare:

$$F_K = r + CF \quad \text{con } CF = t_g F_k$$

Diversamente da quanto avviene in assenza di imposte, la produttività marginale del capitale è quindi superiore alla remunerazione dello stesso.

Se l'impresa intraprendesse un investimento con produttività pari ad r , potrebbe riconoscere al socio un rendimento pari a solo $r(1 - t_g)$. Per garantire al socio lo stesso rendimento r che egli potrebbe ottenere da impieghi alternativi, l'impresa deve ottenere dal proprio investimento marginale un rendimento (lordo) *più elevato* rispetto a quello di mercato. Come illustrato nella figura 3.12, deve allora ridurre i propri investimenti, da K_0 a K_1 , rinunciando agli investimenti compresi fra K_0 e K_1 che, al lordo delle imposte, offrono rendimenti uguali o anche superiori a quelli di mercato. L'imposizione ha allora *effetti distortivi sulle scelte di investimento* delle imprese.

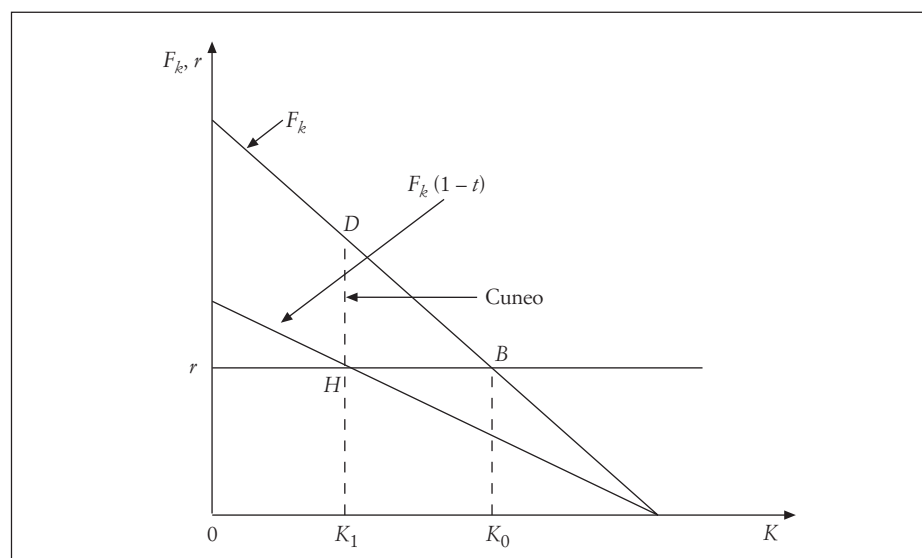


FIGURA 3.12. Scelte di investimento in presenza di tassazione: finanziamento con capitale proprio.

In questa situazione, se l'impresa può scegliere fra indebitarsi o ricorrere ai mercati azionari, troverà conveniente indebitarsi. La tassazione risulta quindi *non neutrale nei confronti delle scelte di finanziamento* delle imprese. In generale le imprese non potranno ricorrere illimitatamente al debito e quindi, in generale, la tassazione societaria commisurata ai profitti distorce sia le scelte di finanziamento che, in ragione del ricorso al finanziamento con capitale proprio, le scelte di investimento delle imprese.

Efficienza del prelievo personale. La discriminazione ai danni del finanziamento mediante ricorso a capitale proprio e a favore dell'indebitamento può discendere non solo dall'imposizione in capo all'impresa, ma anche dall'imposizione in capo ai soci. Se vi è piena integrazione fra i due tipi di prelievo, come avviene generalmente nel caso delle imprese individuali e delle società di persone, o se l'imposta societaria è neutrale, il cuneo fiscale dipende esclusivamente dal prelievo in capo ai soci. Per questo motivo, l'obiettivo di garantire la neutralità nelle scelte finanziarie e di investimento delle imprese richiederebbe un prelievo generale ed omogeneo dei redditi di capitale (interessi e utili distribuiti) e delle plusvalenze ottenuti dagli individui. In molti paesi, invece, il risparmiatore che presta soldi all'impresa, e ottiene quindi interessi, è tassato su questi con regimi di favore. Lo stesso risparmiatore che offra gli stessi soldi alla stessa società, sottoscrivendone il capitale, riceve degli utili assoggettati ad un prelievo maggiore. Le plusvalenze azionarie sono spesso tassate più mitemente dei dividendi. Queste disparità di trattamento sono fonte di distorsioni per le scelte di investimento e finanziamento delle imprese, che devono comunque garantire al proprio finanziatore un rendimento, al netto di qualsivoglia imposta, pari a quello che egli potrebbe ottenere da impieghi alternativi.

~~6.5. Cenni sulla teoria della tassazione diretta ottimale (ODT)~~

~~Nei precedenti paragrafi abbiamo esaminato la teoria tradizionale della ripartizione del carico tributario, utilizzando i concetti di beneficio, capacità contributiva, e i principi del sacrificio, proposti dalla tradizione della scienza delle finanze italiana ed europea già nel secolo XIX. Successivamente abbiamo approfondito gli effetti distorsivi delle imposte. L'analisi è stata condotta in un contesto di equilibrio parziale, ma abbiamo avvertito che il problema potrebbe essere impostato anche in un contesto di equilibrio generale. Al termine di questo studio il lettore potrebbe giustamente porsi una domanda: perché i principi di equità discussi nel paragrafo 4 sono stati esposti in modo indipendente dagli effetti allocativi delle imposte? Ciò potrebbe apparire contraddittorio con l'impostazione del capitolo primo in cui i richiami dell'Economia del benessere ci hanno con chiarezza mostrato l'intreccio molto stretto tra l'analisi degli aspetti equitativi e di quelli allocativi e l'incluttabile condizione di Second Best, a causa dell'impraticabilità delle *lump sum taxes*, dei sistemi economici reali.~~

~~In effetti la contraddizione esiste e il tentativo di superarla è stato alla base di un nuovo corso dell'economia pubblica che, a partire dagli anni '70,~~