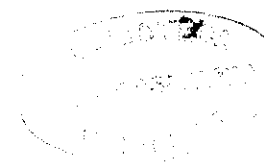


GIORNALE DEGLI ECONOMISTI E ANNALI DI ECONOMIA
UNIVERSITÀ COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI" - MILANO

STUDI DI ECONOMIA FINANZA E STATISTICA

IN ONORE DI
GUSTAVO DEL VECCHIO



PADOVA
CEDAM - CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI
1963

LO STATO E IL RISPARMIO SOCIETARIO

§ 1. PREMESSA.

Nel 1915 Gustavo Del Vecchio, con la sua *Teoria dell'interesse* ⁽¹⁾, reagiva vivacemente alle idee circa la formazione del risparmio che avevano cominciato a prevalere tra i teorici dell'utilità marginale.

La teoria di Del Vecchio, aderente alla tradizione classica, negava che il risparmio risultasse principalmente da calcoli utilitari e lo spiegava invece soprattutto come un fatto d'inerzia ⁽²⁾; conseguentemente affermava che la formazione del risparmio dovesse ritenersi poco sensibile a variazioni del saggio d'interesse; inoltre escludeva che essa potesse considerarsi funzione determinata del saggio di concentrazione dei redditi.

Per molti anni le idee combattute da Del Vecchio hanno tuttavia continuato a guadagnare favore così in sede di teoria come in sede di politica economica. Certi autori hanno ritenuto perfino che la pretesa dipendenza del risparmio dal grado di concentrazione dei redditi fornisse loro una ragione sufficiente per raccomandare una determinata politica distributiva. Ma un po' alla volta lo spirito critico ha prevalso e, prima per quanto riguarda le influenze del saggio d'interesse, poi per quanto riguarda quelle della concentrazione, la maggioranza degli specialisti ha finito con l'arrivare a conclusioni negative, com'erano quelle che Del Vecchio propugnava già mezzo secolo fa.

(1) G. Del Vecchio: *Lineamenti generali della teoria dell'interesse*, Roma 1915, integralmente ristampato nel volume dello stesso A., *Capitale e interesse*, Torino 1956.

(2) « ... Il risparmio deve la sua origine o ad un fluire di redditi superiore a quello, cui l'individuo è avvezzo, ed è perciò costituito da questi eccessi temporanei sopra le sue abitudini, oppure al fluire di redditi abitualmente superiori al limite pure consuetudinario dei suoi consumi » (Del Vecchio, op. cit., p. 59).

Dal 1915, però, il quadro istituzionale è fortemente mutato (basta dire che paesi come il nostro hanno visto aumentare l'importanza relativa delle imprese societarie nella formazione del risparmio nazionale, e che la guerra ha portato all'Europa e all'America le prime grandi esperienze di risparmio obbligato); le conoscenze statistiche sul risparmio, praticamente nulle cinquant'anni fa, hanno cominciato ad accumularsi seppure in misura ancora inadeguata alle aspirazioni dello studioso; e tante dispute teoriche non sono passate senza lasciarci qualche nuovo insegnamento.

In vista delle onoranze a Del Vecchio, avevo pensato di offrirgli — in memoria dell'apporto dato dal suo scritto del 1915 alle basi teoriche della politica del risparmio — uno studio sullo stato attuale dei fatti e della teoria per quanto riguarda le possibilità di influenzare la formazione del risparmio privato con interventi pubblici. Ma il mio studio, iniziato sul « Giornale degli economisti » nel 1959, si è ampliato per via tanto da dare luogo ad un libro ⁽³⁾; e qui dovrò limitarmi a riportare le conclusioni raggiunte su un punto particolare.

§ 2. L'ARGOMENTO.

In armonia con il sistema di definizioni della contabilità nazionale, usiamo chiamare « risparmio » (rispettivamente netto o lordo) di una società la differenza tra gli utili (rispettivamente netti o lordi di ammortamenti) che essa consegue e le somme che essa versa a titolo d'imposta alle autorità, ed a titolo di distribuzione degli utili ai soci, agli amministratori e ad altri eventuali beneficiari.

Più precisamente, ai fini particolari del presente studio, conviene intendere come risparmio di un esercizio la differenza tra gli utili conseguiti in quell'esercizio (e che saranno dichiarati solo dopo la chiusura dell'esercizio stesso), e le imposte, i dividendi ecc. sborsati in quell'esercizio anche se in conto di esercizi precedenti. Analoga definizione varrà per il risparmio afferente ad una frazione di esercizio (benché in tale caso la contabilità pratica presenti ovvie difficoltà), ed a periodi comprendenti frazioni di diversi esercizi.

Supponendo applicata tale definizione, e purché gli utili siano misurati in modo rispondente ai criteri della contabilità nazionale (tema, questo, che dovremo riprendere nel paragrafo 8), la somma algebrica dei risparmi compiuti da tutte le società di un paese in un certo anno solare ci indicherà la differenza tra il reddito nazionale prodotto nel-

(3) G. Fuà: *Lo Stato e il risparmio privato*, Torino 1961.

l'anno ed il reddito disponibile nell'anno da parte delle persone e delle autorità.

Non ci si deve illudere che oggi, in paesi come il nostro, il risparmio societario complessivo sia misurato o misurabile con buona approssimazione. Il fatto che le società, a differenza delle persone, sono obbligate dalla legge a rendere di pubblica ragione i loro conti giova ben poco, poiché gli utili dichiarati in tali conti differiscono dagli utili realizzati ai sensi della contabilità nazionale. Corrispondentemente, il risparmio dichiarato risulta diverso da quello realizzato ai sensi della contabilità nazionale. La differenza, per il complesso delle società, oggi, è certamente in meno, e probabilmente fortissima; ma i conti delle società non ci forniscono elementi adeguati per calcolarla.

Il difetto di conoscenze (del resto meno grave per quanto riguarda qualche altro paese, come gli Stati Uniti) sulle dimensioni del reddito e del risparmio societario non ci impedisce tuttavia di riconoscere che certi interventi hanno probabilità di far variare in una determinata direzione il risparmio stesso.

Rinviando al mio libro *Lo Stato e il risparmio privato*, paragrafo 35, per l'esame delle variazioni di risparmio derivanti da variazioni degli utili, esaminerò qui di seguito gli interventi che spingono una società ad assegnare dividendi maggiori o minori in una situazione di patrimonio e di reddito data. Poiché non c'è sincronia tra assegnazione e pagamento dei dividendi, gli effetti di questi interventi sul risparmio societario saranno più o meno differiti nel tempo, ma è questione secondaria che qui si può tralasciare. Così pure, sarà tralasciato l'esame degli interventi atti ad influenzare le voci minori della distribuzione (compensi agli amministratori, ecc.).

Non basterà, però, esaminare come si determinino variazioni dei dividendi; occorrerà anche chiedersi come tali variazioni si riflettano sull'impiego del reddito nazionale. Una diminuzione dei dividendi a vantaggio del risparmio societario ha come riflesso una diminuzione dei consumi? Comporta o no automatiche variazioni degli investimenti societari?

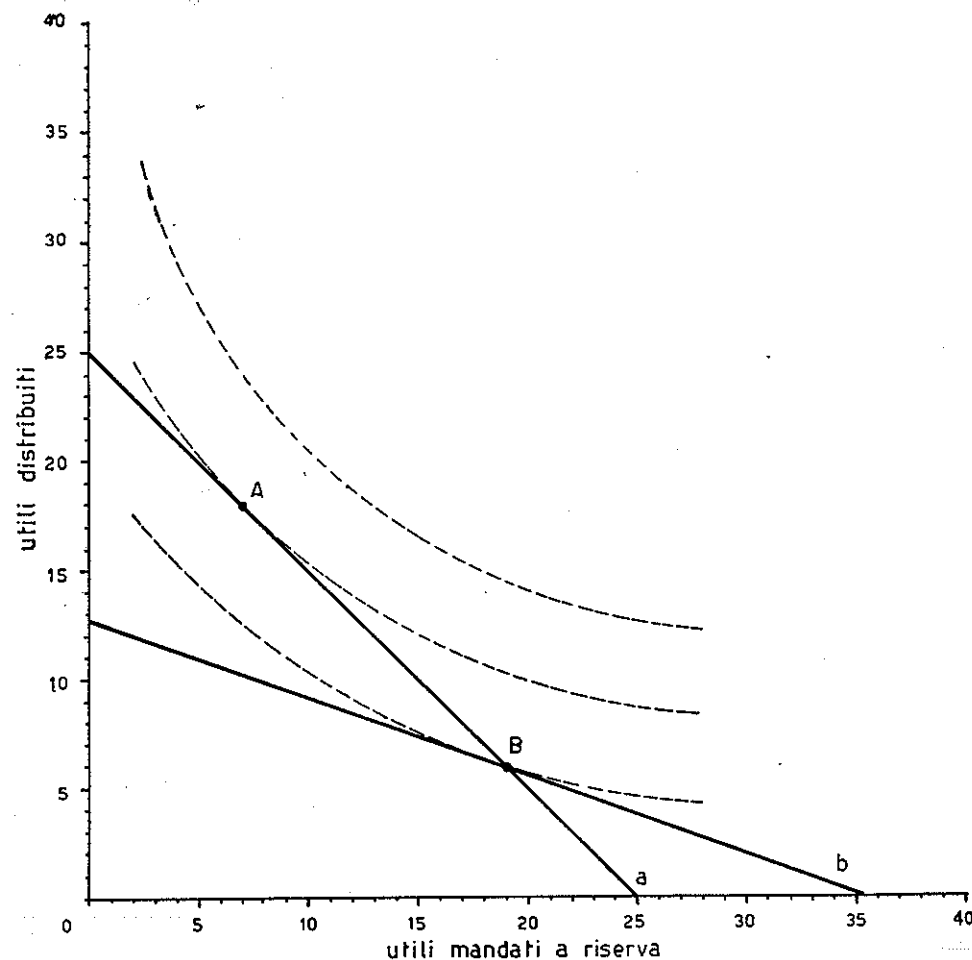
Qui appresso si inizierà con l'esame degli interventi che influenzano le libere decisioni societarie, trattando in primo luogo (paragrafi 3-7) quelli che fanno variare i dividendi dati gli utili dichiarati e che determinano pertanto variazioni del risparmio palese; e discutendo in secondo luogo (paragrafo 8) ciò che determina lo scostamento degli utili dichiarati da quelli realizzati ai sensi della contabilità nazionale, scostamento per cui si userà il nome di risparmio occulto.

Infine (paragrafo 9) saranno esaminati gli interventi che impongono alle società un risparmio obbligato.

§ 3. AGGRAVI FISCALI SUGLI UTILI DISTRIBUITI.

Consideriamo un azionista. Gli utili dichiarati dalla società lo interessano, per la quota che gli compete, in modo diverso secondoché vengano distribuiti come dividendi o mandati a riserva. I dividendi lo interessano in quanto, detratta l'imposta personale sul reddito, vanno ad aumentare il suo reddito immediatamente disponibile. Le riserve lo interessano in quanto egli possa sperare di goderle sotto forma di plusvalenze della sua partecipazione, o di maggiori dividendi futuri.

Fig. 1



Spesso anche azionisti che non affiderebbero nuovo risparmio personale alla società trovano preferibile che questa trattenga una parte degli utili, in considerazione delle notevoli economie d'imposta personale che realizzano per tale via. E' vero che, se e quando i frutti degli utili risparmiati in sede societaria saranno distribuiti, l'azionista dovrà pagare su di essi l'imposta, ma avrà comunque evitato la « doppia tassazione » che avrebbe colpito lo stesso risparmio se fosse stato effettuato da lui personalmente. E per il capitale ed i frutti che — anziché essere incassati come dividendi — verranno realizzati come plusvalenze patrimoniali in sede di cessione delle azioni o di liquidazione della società, l'azionista eviterà in molti casi (del tutto o in parte) anche la tassazione « semplice » (4).

Possiamo rappresentarci le valutazioni soggettive dell'azionista in materia di utili distribuiti e di utili mandati a riserva con un sistema di curve d'indifferenza, come quelle tracciate nella figura 1. Sull'asse verticale vengono misurate le somme che competono all'azionista (in base alla sua quota di partecipazione al capitale sociale) negli utili che vengono distribuiti, e sull'asse orizzontale quelle che gli competono negli utili che vengono mandati a riserva; ogni curva indica tutte le combinazioni di somme distribuite e somme mandate a riserva che hanno per l'azionista pari utilità.

Supponiamo ora che gli utili dichiarati (riferendoci sempre alla sola quota spettante al nostro azionista), lordi d'imposta, siano 40 — lire o milioni di lire, a scelta del lettore — e che la società debba pagare un'imposta di aliquota 37,5 per cento così sugli utili che distribuisce come su quelli che trattiene. In tal caso risultano possibili, al netto della imposta, le varie combinazioni tra utili distribuiti ed utili mandati a riserva indicate dalla *a*; e tra di esse quella preferibile per l'azionista, secondo le curve d'indifferenza ipotizzate, è la *A*: utili distribuiti 18 ed utili mandati a riserva 7.

(4) In Italia fino al 1956 le plusvalenze azionarie erano contate come reddito agli effetti dell'imposta di R. M. solo se realizzate da contribuenti che si presumeva facessero della compravendita di titoli un oggetto di commercio. Negli Stati Uniti la *Federal Income Tax* colpisce bensì le plusvalenze realizzate con la vendita delle azioni qualunque sia la posizione del contribuente, ma le colpisce con aliquota ridotta. Se poi le azioni vengono trasmesse mortis causa, tutta la plusvalenza maturata finché appartenevano al *de cuius* sfugge definitivamente all'imposta. Cfr. D.T. Smith: *Effects of Taxation - Corporate Financial Policy*, Boston 1952, p. 188.

È ovvio che, fermo il sistema di curve d'indifferenza e l'utile lordo d'imposta, le combinazioni possibili e quella tra esse preferibile cambiano se cambiano le aliquote d'imposta. In particolare, con la manovra delle aliquote, l'autorità fiscale può indurre l'azionista a preferire qualunque altro punto le piaccia della *a*, cioè qualunque altra ripartizione (tra dividendi e riserva) dello stesso ammontare di utili netto d'imposta. Se per esempio si vuole indurre l'azionista a preferire il punto *B* (utili distribuiti 6 e utili mandati a riserva 19) basta elevare l'aliquota d'imposta sugli utili distribuiti al 68,75 per cento e ridurre quella sugli utili trattenuti all'11,75 per cento, con il che la linea delle combinazioni possibili risulta essere la *b*, che è appunto tangente ad una curva d'indifferenza in *B*. Per far preferire punti notevolmente più bassi di *B* occorrerà portare l'aliquota di tassazione degli utili trattenuti a valori negativi, cioè, sostituire l'imposta con un sussidio.

Non è il caso di prolungare il discorso su questo schema, bastando rinviare a considerazioni già esposte in altra sede su schemi affini ⁽⁵⁾.

Dobbiamo chiederci, invece, se e come uno spostamento delle preferenze dell'azionista influenzi il comportamento della società.

Nel caso eccezionale in cui un solo azionista è arbitro assoluto della gestione, regolerà la distribuzione degli utili in modo da realizzare il suo optimum. Ma quando arbitri della società sono più azionisti è improbabile che tutti i loro optima individuali coincidano, e la decisione societaria sarà un compromesso che si avvicinerà più all'optimum dell'uno o a quello dell'altro, secondo le rispettive forze di pressione.

Nelle grandi società il quadro è ulteriormente complicato dal fatto che le decisioni sono proposte da un gruppo di guida (dirigenti, amministratori) con interessi distinti dall'azionariato. Questo gruppo spesso preferirebbe mandare a riserva la massima parte degli utili, perché ciò aumenta i mezzi d'azione in suo potere ⁽⁶⁾; ma deve stare attento non solo a non esporsi a voti contrari dell'assemblea, ed in casi estremi ad azioni giudiziarie, ma anche a non pregiudicare con i dividendi troppo scarsi l'interessamento del pubblico per le emissioni azionarie a pagamento che potranno rendersi desiderabili in futuro.

(5) Cfr. *Lo Stato e il risparmio privato*, cit., paragrafi 4 e 8.

(6) Solo per casi eccezionali vale l'osservazione secondo cui può « assumere invece peso notevole la considerazione che la rinuncia a distribuire dividendi non ha altro risultato che rendere più facile e più redditizia la gestione affidata ad eventuali successori » (P. Saraceno: *Il reinvestimento dei profitti nell'economia delle aziende industriali*, Giornale degli economisti, giugno 1938).

D'altra parte ci sono pressioni esterne che confortano il gruppo guida nella sua naturale inclinazione alla parsimonia. Una pressione indiretta, senza dubbio importante, viene dalla consapevolezza che le autorità, le organizzazioni operaie, il pubblico tengono d'occhio i profitti; e che, appena un'impresa o un'industria presenta profitti abbondanti, le chiedono di abbassare i prezzi, o di aumentare i salari, o di rinunciare a sussidi. Ciò spinge le società prospere — quando non riescono addirittura ad occultare i loro « sovraprofitti » — a difendersi almeno mostrando che debbono trattenerli per urgenti bisogni di reinvestimento. Ma in questo dopoguerra si è dato anche l'esempio, nel Regno Unito, di una diretta pressione morale esercitata sulle società con esortazioni governative a limitare i dividendi; pressione morale che, secondo vari autori, ha avuto efficacia ⁽⁷⁾.

Di fronte a questo gioco complesso di forze, non abbiamo modo di prevedere esattamente come muterà il risultato finale — la decisione societaria — al mutare delle preferenze rispettive delle varie parti in causa. Ma dobbiamo almeno presumere che quando alcune parti modificano le loro preferenze in un determinato senso (per esempio diventano più inclini alla formazione di riserve), e nessun'altra parte modifica le proprie in senso opposto, la decisione societaria — se si sposta — si sposterà in quel senso. Dunque un mutamento fiscale come quello esemplificato sopra (aggravio d'aliquota sugli utili distribuiti e sgravio sugli utili trattenuti), poiché sposta gli optima di tutti gli azionisti a favore della formazione di riserve, e non influenza in senso opposto gli interessi delle altre parti, ha probabilità di far variare l'assegnazione degli utili solo nel senso di una riduzione dei dividendi netti ⁽⁸⁾.

(7) Sul primo punto cfr. Saraceno, op. cit., pp. 476-7, passo ripreso nel successivo libro dello stesso A., *L'azienda industriale*, Milano 1950, pp. 157-8.

Sul secondo punto cfr. N. Kaldor: *An Expenditure Tax*, London 1955, p. 161; e S. J. Prais: *Dividend Policy* (nel vol. collettivo *Studies in Company Finance* a cura di B. Tew e R. F. Henderson, Cambridge 1959), p. 40.

(8) Per gli effetti dell'imposta sulle decisioni in materia di dividendi, cfr. A. Scotto: *Aspetti tecnici ed effetti economici di un'imposta sulle società* (nel vol. collettivo *Natura ed effetti economici di un'imposta sulle società*, Milano 1955), pp. 164-73; L. Einaudi: *Principii di scienza delle finanze*, 2ª ed., Torino 1955, pp. 224-35; D. T. Smith: op. cit., pp. 105-19 e 184-99; G. E. Lent: *The Impact of the Undistributed Profits Tax 1936-37*, New York 1948, pp. 54-81; ed un'ampia rassegna della letteratura in L. Dini: *Effetti economici dell'imposizione sulle società*, Roma 1957, pp. 77-81 e 87-91.

Sulla politica dei dividendi cfr. anche B. Hansen: *The Economic Theory of Fiscal Policy*, London 1958, p. 199; M. R. Fisher: *L'épargne et les profits des*

Difatti vari Governi hanno manovrato le aliquote dell'imposta sugli utili al fine di influenzare la politica dei dividendi della società. Già nel 1934 la Germania, volendo promuovere il risparmio societario « libero », aveva penalizzato (in quel caso con un prestito forzoso anziché con un'imposta) i dividendi eccedenti il 6 per cento del capitale; nel 1936-37, ad opposto fine, gli Stati Uniti applicarono un'imposta sugli utili non distribuiti. In questo dopoguerra il Regno Unito ha manovrato la *Profits Tax* in modo da penalizzare fortemente — tra il 1947 e il 1958 — gli utili distribuiti; ed altri esempi di manovra delle aliquote al fine di influenzare la politica dei dividendi si sono avuti in vari paesi tra cui, di nuovo, Stati Uniti e Germania.

È fuori dubbio che la manovra differenziata delle aliquote sugli utili distribuiti e trattenuti non è controproducente, ma è difficile misurare se la sua efficacia sia grande o piccola, cioè se essa determini differenze grandi o piccole nell'ammontare di dividendi distribuiti *ad un dato livello di utili complessivi netti d'imposta*. Varie analisi statistiche sono state tentate sull'esperienza americana del 1936-1937, ed alcune di esse concludono che l'intervento abbia avuto efficacia apprezzabile. Non conosco analoghi tentativi sulle esperienze di questo dopoguerra; tuttavia è diffusa opinione che l'energica manovra della *Profits Tax* sia una delle cause principali della maggior propensione al risparmio dimostrata dalle società inglesi negli anni recenti in confronto all'anteguerra ⁽⁹⁾.

entreprises dans l'hypothèse du « revenu permanent », Economie appliquée, ottobre-dicembre 1957; N. S. Buchanan: *Theory and Practice in Dividend Distribution*, Quarterly Journal of Economics, novembre 1938; J. Lintner: *The Financing of Corporations* (nel vol. collettivo *The Corporation in Modern Society* a cura di E. S. Mason, Cambridge, Mass. 1960); R. A. Gordon: *Business Leadership in the Large Corporation*, Washington 1945, pp. 94-5 e 130-1; A. S. Dewing: *The Financial Policy of Corporations*, 5ª ed., New York 1959, pp. 270-93; G. Rossi: *Utile di bilancio riserve e dividendo*, Milano 1957; P. Saraceno: *Azienda industriale*, cit., pp. 153-8; P. Onida: *Il bilancio di esercizio nelle imprese*, Milano 1950, pp. 466-90; T. Bianchi: *Gli aumenti di capitale nelle imprese*, Milano 1958, pp. 51-60; K. Hagest: *Selbstfinanzierung des Betriebes*, Stuttgart 1952.

Per osservazioni più generali sulla formazione delle decisioni societarie, cfr. anche S. Steve: *Appunti sulle società per azioni nella teoria finanziaria*, Rivista di Diritto finanziario e di scienza delle finanze, dicembre 1947; A. A. Berle jr.: *Power Without Property*, New York 1959; A. G. Papandreou: *Some Basic Problems in the Theory of the Firm* (nel vol. collettivo *A Survey of Contemporary Economics - II* a cura di B. F. Haley, Homewood, Ill. 1952), pp. 195-205; E. T. Penrose: *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford 1959.

(9) Per l'esperienza americana 1936-37, la principale analisi che conclude nel senso indicato nel testo è quella di Lintner (op. cit., specialmente pp. 27-53). Nello stesso senso cfr. anche S. P. Dobrovolsky: *Corporate Income Retention*

Del resto le manovre fiscali indicate non influenzano le decisioni societarie soltanto con lo spostare gli optima degli azionisti, ma anche — e forse principalmente — con il rendere manifesto che lo Stato desidera dalle società un determinato cambiamento della politica dei dividendi. Quando, per esempio, lo Stato penalizza la distribuzione di utili, i gruppi-guida delle società sentono di poter forzare un po' più la mano agli azionisti — per soddisfare la propria inclinazione alla formazione di riserve — senza suscitare il biasimo dell'opinione pubblica né la rivolta o la fuga degli azionisti stessi; tanto più perché ciascun gruppo può contare che anche quelli delle altre società, preso atto dello stesso segnale, si muoveranno in linea. Il conformismo è un fattore che ha importanza notevole nella condotta delle società.

§ 4. PROBLEMI DI RIPARTIZIONE DEL CARICO FISCALE.

Come abbiamo visto, con una manovra di aliquote opportunamente dosata, si potrebbe far variare la proporzione di utili risparmiati da una società, senza nessuna variazione del totale d'imposta che essa paga; e la stessa cosa è realizzabile per quanto riguarda gli utili risparmiati in complesso, e le imposte pagate in complesso, da tutte le società di un paese considerate in blocco. Ma poiché le singole società non hanno tutte uguale propensione al risparmio, la manovra indicata esercita comunque un'influenza sulla ripartizione del carico fiscale tra una società e l'altra.

1915-1943, New York 1951; G. Colm e F. Lehman: *Economic Consequences of Recent American Tax Policy*, Social Research, 1938, supplemento I. A conclusione diversa arriva un'analisi, peraltro meno approfondita, di F. Mc Intyre (*The Effect of the Undistributed Profits Tax upon the Distribution of Corporate Earnings*, Econometrica, ottobre 1939 e ottobre 1940) e pare arrivi un più recente studio del quale non ho potuto prendere visione: J. K. Hall, *The Taxation of Corporate Surplus Accumulation* (Joint Committee on the Economic Report, Washington 1952, p. 79).

L'opinione ricordata nel testo circa la recente politica fiscale inglese è espressa, fra tanti altri, da Kaldor (op. cit., p. 161). Per gli Stati Uniti invece, dove la manovra fiscale in questo dopoguerra è stata assai più leggera, alcuni economisti negano che essa abbia avuto effetti discernibili (in tal senso Lintner, op. cit., pp. 183-4; e I. Friend, *Financing of Capital Formation - Comment*, a p. 189 del vol. XIX della serie *Studies in Income and Wealth*, Princeton 1957).

Indicazioni sulle formule di tassazione degli utili applicate dai vari paesi si trovano nel documento delle N.U. *Corporate Tax Problems* (novembre 1952, numero E/CN.8/66). Sul sistema tedesco del 1934, cfr. Hagest, op. cit., pp. 13-4.

In particolare merita attenzione la sperequazione che può determinarsi fra i singoli settori di attività. Infatti si sono sempre notate sensibili differenze di propensione al risparmio tra un settore e l'altro; e sebbene la graduatoria dei settori, sotto questo riguardo, non resti uguale nei vari tempi e paesi, essa presenta alcune caratteristiche costanti: in primo luogo quella, facilmente prevedibile, che la propensione al risparmio tende ad essere più bassa nelle attività meno rischiose.

Per esempio, le statistiche americane del dopoguerra indicano che nelle industrie dell'elettricità, acqua, gas e telefoni il rapporto tra utili distribuiti ed utili dichiarati è stato circa il doppio di quello verificatosi nel complesso dell'industria manifatturiera. In Inghilterra, dove elettricità, acqua, gas e telefoni non appartengono all'industria privata, la statistica degli anni 1949-1953 mostra che la maggior propensione a distribuire dividendi si è avuta nell'industria dei divertimenti e (in ordine discendente) in quelle del tabacco, bevande, abbigliamento, commercio al minuto ⁽¹⁰⁾.

Una variazione delle aliquote d'imposta rispondente al fine di promuovere il risparmio avrebbe sfavorito dunque, negli Stati Uniti ed in Inghilterra, le industrie rispettivamente elencate sopra, in confronto alle altre; ed una variazione in senso opposto le avrebbe favorite. Ma i Governi possono sempre raddrizzare la bilancia, se vogliono, prendendo misure compensatorie nello stesso campo fiscale, o nel campo tariffario, o in altri.

Alcuni autori manifestano un'altra preoccupazione: quella che le politiche fiscali dirette a penalizzare il risparmio societario sfavoriscano le piccole società rispetto alle grandi ⁽¹¹⁾.

Essi si richiamano alla constatazione che le piccole società (avendo più difficile accesso al mercato del credito e dei capitali) hanno bisogno di coprire con l'autofinanziamento una percentuale più elevata dei propri investimenti, ma per giustificare il loro discorso dovrebbero anche dimostrarci che le piccole società hanno bisogno di destinare all'auto-finanziamento una percentuale più elevata dei propri utili. E di ciò manca la prova.

(10) Cfr. per gli Stati Uniti D.H. Brill: *Financing of Capital Formation* (nel già citato vol. XIX degli *Studies in Income and Wealth*), p. 163 n.; e per l'Inghilterra *Studies in Company Finance*, cit., p. 279.

(11) Questa posizione è ben rappresentata da F. Machlup (*The Political Economy of Monopoly*, Baltimore 1952, pp. 253 e 262-3), il quale propone come via d'uscita formule di tassazione tali da colpire gravosamente il risparmio delle grandi società ma non quello delle piccole. Della vulnerabilità delle piccole società si preoccupa anche Lent (op. cit., pp. 131-48).

Anzi, in un caso particolare in cui abbiamo statistiche sufficienti — quello delle società per azioni inglesi tra il 1949 e il 1953 — troviamo proprio il contrario. Le statistiche mostrano infatti che in quel caso le piccole società hanno risparmiato una percentuale dei loro utili minore che le grandi. Ciò non ha impedito loro di finanziare con detto risparmio un'assai maggiore quota dell'espansione delle proprie attività, né di espandere le proprie attività ad un tasso quasi uguale a quello delle grandi. Tutto questo si spiega osservando che il rapporto tra utili e patrimonio netto, ed a fortiori quello tra utili e attività totali, è stato più alto nelle piccole che nelle grandi società.

Dunque, nel caso ricordato un aggravio di aliquota sugli utili trattenuti ed uno sgravio su quelli distribuiti avrebbe — contrariamente all'opinione qui chiamata in causa — avvantaggiato le piccole società rispetto alle grandi. Ma le scarse statistiche disponibili per altri tempi e paesi non ci danno la conferma di una differenza sistematica di propensione al risparmio tra società piccole e grandi. Quindi, allo stato delle conoscenze, si può concludere solo che non ci sono ragioni sufficienti per pensare né che un'operazione fiscale del tipo indicato risulti generalmente favorevole, né che risulti generalmente sfavorevole alle piccole società ⁽¹²⁾.

§ 5. RIFLESSI SUI CONSUMI.

Quando un intervento fiscale del genere esaminato nei due paragrafi precedenti induce le società a trattenere una maggior quota dei loro utili, che cosa succede ai consumi privati?

Un effetto, ma di entità trascurabile, può aversi in quanto l'accresciuta accumulazione di riserve migliori le prospettive di guadagno degli amministratori, dei dirigenti e dei dipendenti delle società, ed incoraggi quindi tali categorie a maggiori consumi.

L'effetto principale è, comunque, quello riguardante i consumi degli azionisti, e su di esso ci conviene concentrare l'attenzione. Cominciamo dal caso speciale dell'azionista arbitro assoluto della società, in grado cioè di ottenere la combinazione tra utili distribuiti e trattenuti conforme al proprio optimum personale.

Se questo azionista è stato indotto dall'intervento fiscale a mandare una maggior percentuale degli utili a riserva, ciò può significare due cose. Prima possibilità: l'azionista desidera mandare più utili a riserva

(12) Le informazioni sopra riportate per l'Inghilterra sono desunte dagli *Studies in Company Finance*, cit., pp. 269-73. Qualche dato statistico per gli Stati Uniti in Dobrovolsky, op. cit., passim ed in Brill, op. cit., p. 166.

solo per monetizzarne immediatamente il valore attraverso la cessione di azioni. In questa ipotesi la sua posizione nei riguardi del consumo e del risparmio personale resta identica a quella in cui si sarebbe trovato se avesse incassato un uguale valore sotto forma di dividendi; ma è un'ipotesi che si realizza difficilmente.

Seconda possibilità: l'azionista desidera mandare più utili a riserva per conservarli, molto o poco tempo, in tale forma. In questa ipotesi la sua posizione nei riguardi del consumo e del risparmio personale non è più uguale a prima. Egli infatti ha ora scelto di assegnare una maggior quota dei suoi fondi ad un impiego di cui lo sgravio fiscale ha aumentato la convenienza, sia rispetto al risparmio personale *sia rispetto al consumo*; e può avere inteso sacrificare sia l'uno sia l'altro di questi due impieghi, anche se probabilmente più il primo che il secondo.

Passiamo ora al caso più comune: l'azionista che non ottiene dalla società una politica di dividendi coincidente con il proprio optimum personale (e che tuttavia le resta volentieri fedele, perché non ha alternative più vantaggiose). Come accennato nel paragrafo 3, la gran massa dell'azionariato si vede trattenere dalle società una percentuale degli utili che eccede il proprio optimum; e presumibilmente il distacco tra risparmio deciso dalla società e risparmio desiderato dall'azionista si aggrava quando l'autorità, con misure fiscali o altre, prende aperta posizione in favore della limitazione dei dividendi, il che consente ai gruppi-guida di accentuare la loro pressione in quel senso.

Nei riguardi del risparmio societario indesiderato, l'azionista viene a trovarsi in una posizione che ha qualche analogia con quella di una persona tenuta a sottoscrivere un prestito forzoso. È eccezionalissimo che l'azionista possa realizzare immediatamente ed alla pari, come plusvalenza azionaria, tutta la sua quota di risparmio societario non desiderato; ed è difficile che possa e voglia sottrarre al risparmio personale una somma uguale all'intero importo che gli è stato trattenuto dalla società. Del resto in molti casi l'azionista non si informa neppure sulla entità della somma trattenuta. Quindi, di regola, questa somma va almeno in parte a detrimento dei suoi consumi.

Considerando tutto l'insieme dei casi sopra descritti, si conclude che quando gli interventi fiscali in esame provocano nel paese una riduzione dei dividendi a favore delle riserve, questa riduzione si traduce in una riduzione dei consumi — e ciò in misura probabilmente notevole, ma minore di quella che si avrebbe se la stessa riduzione di dividendi non fosse accompagnata da un aumento del risparmio societario.

A titolo di curiosità, possiamo ricordare che Samuelson, calcolando regressioni multiple tra il consumo privato, il reddito personale disponibile ed il risparmio d'impresa (tutte tre le variabili espresse per abitante ed a prezzi costanti) negli Stati Uniti dal 1921 al 1935, ha trovato che il consumo aumentava in media di 97 cents per ogni dollaro di aumento nel reddito disponibile, e di 23 cents per ogni dollaro di aumento nel risparmio d'impresa⁽¹³⁾. Nell'ipotesi che questi coefficienti fossero validi, dovremmo dire che un intervento che fa ridurre di 100 milioni i dividendi (al netto di ogni imposta, anche personale) ed aumentare di altrettanto le riserve fa diminuire il consumo privato di $97 - 23 = 74$ milioni.

* * *

È questo il punto opportuno per inserire una nota sulle variazioni di risparmio societario provocate dall'imposta personale sul reddito.

Com'è noto, un aumento dell'imposta — per l'effetto di « doppia tassazione » — peggiora le condizioni del risparmio personale rispetto al consumo⁽¹⁴⁾, mentre non peggiora quelle del risparmio societario; inoltre aumenta la convenienza di ricevere una somma come plusvalenza patrimoniale, non tassabile o tassabile solo ad aliquota ridotta, anziché come reddito.

Ambedue le ragioni spingono a limitare la distribuzione di utili da parte delle società esistenti; non solo, ma spingono anche alla costitu-

(13) P. A. Samuelson: *A Statistical Analysis of the Consumption Function*, pubblicato come appendice al cap. XI del vol. di A. H. Hansen, *Fiscal Policy and Business Cycles*, New York 1941.

Considerazioni circa le possibili influenze del risparmio societario sui consumi degli azionisti si trovano in vari autori. P. es. L. Tarshis: *The Flow of Business Funds, Consumption and Investment* (nel vol. collettivo *Post Keynesian Economics* a cura di K. K. Kurihara, New Brunswick, N. Y. 1954), p. 381; Lent, op. cit., pp. 152-5.

Quest'ultimo autore (*ibid.*) ha anche cercato di calcolare la riduzione di consumo prevedibile in seguito ad una riduzione secca di dividendi, sulla base della distribuzione degli azionisti per livelli di reddito desunta dai bilanci famigliari. Analogo calcolo è stato successivamente compiuto con grande minuziosità, in riferimento ad un problema diverso, da R. Goode: *The Corporation Income Tax*, New York 1951, pp. 103-7 e 219-35. Il metodo impiegato da questi autori per valutare la propensione al consumo cade però sotto una serie di critiche che ho esposto altrove (*Lo Stato e il risparmio privato*, cit., paragrafi 31-2).

(14) Per una formulazione più precisa cfr. *Lo Stato e il risparmio privato*, cit., paragrafo 8.

zione di nuove società con lo scopo precipuo di sottrarre redditi alla tassazione personale mediante l'accumulazione di riserve. È noto che questi fenomeni di fuga dall'imposta hanno assunto dimensioni preoccupanti nei paesi in cui la tassazione personale è più gravosa⁽¹⁵⁾.

(Va osservato per inciso che la spinta data al risparmio societario dall'imposta personale opera solo attraverso uno spostamento degli optima degli azionisti, e non anche attraverso un rafforzamento del potere di pressione dei gruppi-guida. Infatti un aggravio dell'imposta personale non può essere preso come segnale che lo Stato raccomanda il risparmio societario, e quindi non influenza in questo senso l'etica degli affari).

Ma la spinta data dall'imposta personale al risparmio societario significa anche un freno al consumo? In questo caso la risposta è decisamente negativa perché, come risulta da quanto precede, l'aggravio dell'imposta personale non aumenta affatto la convenienza del risparmio societario rispetto al consumo, ma soltanto quella del risparmio societario e del consumo rispetto al risparmio personale. Quindi (assumendo sempre come dato il livello delle disponibilità complessive) dobbiamo attenderci una sostituzione di risparmio societario a risparmio personale, ma non di risparmio societario a consumo. Ed, anzi, è presumibile che si abbia anche qualche sostituzione di consumo a risparmio personale.

Concludiamo che, se si dovesse suggerire qualcosa nel campo della tassazione personale per promuovere il risparmio privato, il suggerimento non potrebbe essere assolutamente quello di aggravarla, ma semmai di riformarla (ispirandosi agli insegnamenti di Einaudi, Irving Fisher, Kaldor) in modo che essa non colpisca più il risparmio personale.

§ 6. RIFLESSI SUGLI INVESTIMENTI.

Vediamo ora come le società utilizzino il risparmio che trattengono sotto la spinta degli interventi fiscali esaminati nei paragrafi precedenti.

Grazie all'aumento delle riserve, le società possono permettersi o una riduzione di altre voci del passivo (cioè eviteranno il rinnovo o la assunzione di debiti che, in mancanza di quell'incremento di riserve,

(15) Il dilagare degli abusi ha suscitato negli Stati Uniti due imposte con intento proibitivo, l'una sugli utili passati a riserva da società aventi natura di «holding personale», l'altra sull'accumulazione di riserve eccessive («*beyond the reasonable needs of the business*») da parte di qualunque società. Cfr. Smith, op. cit., pp. 191-9. Il Fisco aveva inizialmente un'amplissima discrezionalità nel giudicare quando le riserve dovessero ritenersi eccessive; solo recentemente questa è stata limitata (cfr. Bradley: *Fundamentals of Corporation Finance*, New York, 1959, pp. 294-5).

avrebbero dovuto accollarsi), o un'espansione di poste attive (cioè acquisteranno o conserveranno attività cui altrimenti avrebbero dovuto rinunciare).

Il primo comportamento — da cui deriva in genere un aumento di liquidità nel mercato del credito e dei capitali — si verifica indubbiamente in vari casi; ma ci sono ragioni per pensare che il secondo sia prevalente.

Eccone una spiegazione schematica. La società, in ogni dato istante, ha un determinato ammontare di fondi propri e determinate occasioni per l'impiego di fondi. Essa ha interesse ad impiegare, oltre ai fondi propri, anche fondi presi a prestito finché il costo marginale dell'indebitamento — che cresce quando il rapporto tra debiti e fondi propri supera certi limiti — resta inferiore al rendimento marginale degli impieghi contemplati.

(Curva del costo dei debiti e curva del rendimento degli impieghi sono, beninteso, finzioni scolastiche, ma servono a schematizzare il problema reale senza troppo svisarlo. Il fatto, fondamentale, che il credito di un'impresa è limitato si può esprimere nel linguaggio schematico qui adottato dicendo che oltre quel limite il costo diventa infinito; l'altro fatto pure fondamentale, che gli impieghi oltre certe dimensioni presentano rischi proibitivi, si esprime dicendo che il rendimento precipita sotto zero).

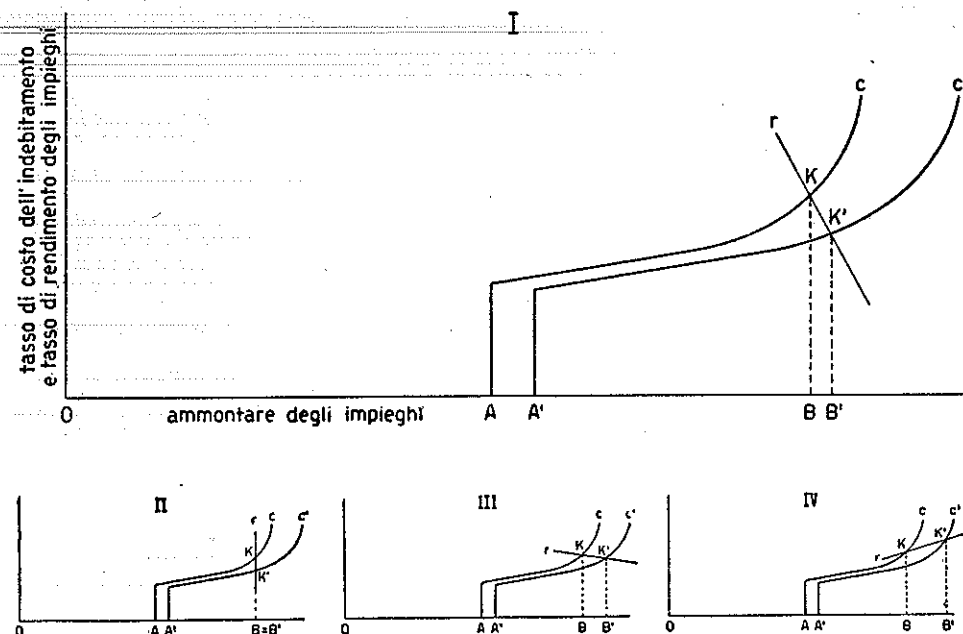
Riferiamoci come esempio alla figura 2-I, in cui la linea r indica il rendimento marginale degli impieghi. Se l'ammontare dei fondi propri è OA — e se, misurando a partire da A , verso destra, l'indebitamento, il suo costo marginale è indicato dalla linea c —, la società avrà convenienza ad effettuare un ammontare d'impieghi OB (finanziati per la parte OA con i fondi propri e per la parte AB con debiti).

Poniamo ora che si abbia un risparmio societario di ammontare AA' , che fa aumentare i fondi propri ad OA' . Supponendo che i costi dell'indebitamento continuino ad essere legati dalla stessa funzione di prima al rapporto tra debiti e fondi propri, la nuova linea dei costi risulta essere la c' , ciò che rende conveniente per la società un ammontare d'impieghi OB' .

OB' è maggiore di OB in tutte le ipotesi verosimili di andamento della funzione dei costi, fuorché nel caso eccezionalissimo (figura 2-II) in cui la linea dei rendimenti cada a perpendicolo sotto il punto K . Se invece a destra di K tale linea scende dolcemente (figura 2-III), ed a fortiori se sale (figura 2-IV), può aversi addirittura OB' maggiore di

$OB + AA'$. In altre parole, può verificarsi che l'avvenuto aumento dei fondi propri renda conveniente all'impresa anche un maggiore indebitamento.

Fig. 2



Questo effetto del risparmio è ulteriormente potenziato quando l'aumento delle riserve crea a sua volta le condizioni determinanti per un aumento di capitale a pagamento.

L'espansione di attività (che ovviamente si verifica di preferenza nello stesso campo in cui la società già operava precedentemente o in campi connessi, poiché è lì che essa può trarre vantaggio dall'esperienza e dalla posizione già possedute) consiste di fatto in larga misura — se prescindiamo dalle società creditizie e dagli investment trusts — nell'acquisto di beni e servizi e di partecipazioni di controllo, ed in finanziamenti a società controllate. Ciò si risolve, in buona parte, in un aumento degli investimenti nazionali. A preferire tale tipo di impieghi la società è spesso spinta anche dall'atteggiamento delle autorità, dei sindacati e del pubblico, che sono più indulgenti verso i suoi profitti se glieli vedono reinvestire per il progresso della produzione.

L'idea che l'accumulazione di riserve — come del resto anche l'accumulazione di fondi di ammortamento e di accantonamento — porti automaticamente con sé un aumento d'investimenti è, difatti, largamente accolta nella teoria economica, sebbene purtroppo anche su questo punto difettino precise conoscenze statistiche⁽¹⁶⁾.

Quanto precede conduce ad osservare che i provvedimenti di stimolo al risparmio societario che stiamo esaminando esercitano due azioni contrastanti sulla domanda globale. Da un lato la riducono, in quanto il risparmio societario determina di riflesso una diminuzione dei consumi degli azionisti; ma dall'altro la aumentano, in quanto lo stesso risparmio comporta un aumento degli investimenti delle società. Non abbiamo nessuna certezza che la prima azione prevalga generalmente sulla seconda; anzi dobbiamo giudicare abbastanza probabile il contrario, considerando che i consumi si riducono di un importo generalmente ben inferiore al risparmio societario, mentre gli investimenti possono anche aumentare di un importo superiore a detto risparmio.

Perciò gli stimoli fiscali al risparmio societario qui esaminati non si raccomandano come mezzi di contenimento della domanda globale,

(16) L'idea ha una posizione centrale nei sistemi teorici di M. Kalecki (*Theory of Economic Dynamics*, London 1954, pp. 91-5) e J. Steindl (*Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford 1952, pp. VII, 48-9, 55, 68, 126).

In Italia, F. Vito ha da tempo insistito sugli investimenti finanziati mediante risparmio societario come elemento esplicativo delle fluttuazioni economiche (cfr. tra gli altri i suoi scritti *Il risparmio forzato come fondamento della teoria dei cicli economici*, Milano 1933, e *Le fluttuazioni cicliche*, 3ª ed., Milano 1946). Saraceno (*Reinvestimento dei profitti*, cit., pp. 473 e 477) ha sostenuto invece che il risparmio societario accumulato in fase di prosperità conduca generalmente ad un'espansione degli investimenti materiali (rispetto al livello che avrebbe prevalso in sua assenza) soltanto dopo subentrata la depressione, ed operi quindi in senso anti-ciclico. L'esistenza di un sfasamento tra l'accumulazione di riserve ed il loro investimento è pure affermata, per l'America, da Brill (op. cit., pp. 157-70).

Che il risparmio societario incoraggi gli investimenti è anche opinione degli uomini d'affari: così conclude una famosa inchiesta inglese (si veda la p. 30 di R. S. Sayers: *The Rate of Interest*, nel vol. collettivo *Oxford Studies in the Price Mechanism* a cura di T. S. Wilson e P. W. S. Andrews, Oxford 1951).

Analisi statistiche, purtroppo poco conclusive, sono state pubblicate da Shapiro e Mendelson per quanto riguarda la relazione tra risparmio societario e investimenti netti, anche non fissi; e da Tew per quanto riguarda la relazione tra risparmio e investimenti netti, anche non fissi. Cfr. E. Shapiro e M. Mendelson: *A Decade of Corporate Capital Investment 1946-1955* (nel vol. collettivo *Postwar Economic Trends in the U.S.* a cura di R. E. Freeman, New York 1960), pp. 321-4; B. Tew: *Self-Financing* (nel già citato vol. collettivo *Studies in Company Finance*), pp. 46-51).

né l'opposta manovra fiscale (quale fu attuata dagli Stati Uniti nel 1936) si giustifica come mezzo di espansione.

* * *

Non c'è dubbio, invece, che gli sgravi fiscali sugli utili trattenuti siano un mezzo efficace se ciò che si vuole ottenere è di spostare la domanda privata dai consumi verso gli investimenti, proposito questo spesso ricorrente nelle politiche di sviluppo. Tuttavia per una politica di sviluppo è importante non solo il volume, ma anche la qualità degli investimenti, e ciò solleva qui una serie di questioni.

In primo luogo: la qualità degli investimenti che si ottengono accordando uno sgravio indiscriminato sugli utili trattenuti è molto o poco soddisfacente ai fini degli obiettivi di sviluppo perseguiti? È improbabile che non si trovi qualche difetto. In particolare, oggi è largamente denunciato l'inconveniente che le imprese in posizione monopolistica o oligopolistica, preoccupandosi della rigidità degli sbocchi, ritengono conveniente orientare i loro investimenti più verso la riduzione dei costi unitari ed il rafforzamento della posizione di mercato, e meno verso l'espansione della produzione, di quanto sarebbe desiderabile dal punto di vista dello sviluppo economico generale (17).

Ebbene proprio queste imprese, avendo alti profitti, sono generalmente forti risparmiatrici; ed una politica di sgravi fiscali sugli utili trattenuti ha il doppio risultato di favorirle rispetto alle altre per quanto riguarda la ripartizione dell'onere fiscale e, probabilmente, di aggravare la concentrazione degli investimenti nelle loro mani.

Una volta riconosciuti gli eventuali difetti degli investimenti promossi con stimoli indifferenziati al risparmio societario, sorge l'ulteriore domanda: conviene ugualmente utilizzare questa politica, perché gli investimenti ottenuti pur non rappresentando l'ideale giovano tut-

(17) Per una discussione più articolata di questo punto si rinvia a L. Spaventa: *Dualism in Economic Growth*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, dicembre 1959, pp. 409-19. Il punto è additato anche da G. Demaria (*Il progresso tecnologico e l'economia moderna*, Giornale degli economisti, maggio-giugno 1960, p. 303) e da P. Sylos-Labini (*Oligopolio e progresso tecnico*, 2ª ed., Torino 1961, p. 178). Sia Spaventa (op. cit., p. 412) sia Sylos-Labini (op. cit., p. 185), come già Steindl (op. cit., pp. 124-7), attribuiscono per gli stessi motivi alle imprese monopolistiche ed oligopolistiche una tendenza a tesoreggiare il risparmio. Se la cosa fosse provata, ne risulterebbe indebolito il discorso fatto nella prima parte di questo paragrafo sulla inefficacia del risparmio societario come mezzo di contenimento della domanda globale.

tavia allo sviluppo sempre più dei consumi che sostituiscono, e perché non si è in grado di realizzare una politica d'investimenti migliore?

Oppure si può conseguire qualcosa di meglio sostituendo agli stimoli fiscali indifferenziati altri incentivi differenziati secondo la categoria di società o secondo la forma d'impiego del risparmio? (Ne vedremo qualche esempio nel prossimo paragrafo).

Oppure è possibile e conveniente integrare gli stimoli all'autofinanziamento con controlli sugli investimenti; o addirittura si otterrebbe un risultato migliore ai fini dello sviluppo con appropriate politiche di risparmio e/o di investimento pubblico?

(Non includo tra le alternative degne di discussione quella consistente nel rafforzare la dipendenza delle società dal « libero mercato dei capitali ». L'automatismo di quest'ultimo non risponde meglio di quanto risponda quello dell'autofinanziamento all'esigenza di selezionare gli investimenti secondo criteri di interesse generale. Anzi, comporta distorsioni che non si hanno nel caso dell'autofinanziamento: tale la preferenza data dal mercato alle società di maggiori dimensioni).

§ 7. SGRAVI FISCALI PER DETERMINATI IMPIEGHI DEL RISPARMIO.

Il discorso svolto nel paragrafo precedente ci conduce a considerare ora altri tipi di intervento fiscale, i quali mirano più ad incanalare il risparmio societario verso determinati impieghi che a farlo aumentare.

Gli esempi sono numerosi. Esempi di formule d'intervento particolarmente elaborate sono offerti dalla Svizzera e dalla Svezia. Al fine di frenare e stimolare alternativamente gli investimenti, in funzione anti-ciclica, questi Stati hanno accordato uno sgravio fiscale sugli utili passati dalle società a speciali riserve, che debbono essere conservate in forma liquida per venire investite in beni reali soltanto al momento indicato dall'autorità (18).

Un esempio molto più comune è quello degli sgravi accordati da vari Stati, tra cui il nostro, per gli utili reinvestiti in determinati rami di produzione o determinate aree geografiche di cui l'autorità vuole favorire lo sviluppo.

Per ultimo, sconfinando un momento dal tema di questo saggio, può essere interessante ricordare per analogia anche la disposizione — vigente in diversi paesi — che consente di detrarre dall'imponibile le

(18) Cfr. una descrizione del sistema svizzero in G. Fuà: *Reddito nazionale e politica economica*, Torino 1957, pp. 181-2; e di quello svedese nel *World Economic Survey* 1959 delle N. U. (n. 60. II. C. 1), p. 53 nota 26.



spese di ricerca scientifica. È vero che queste spese non fanno parte degli « investimenti » (e quindi del « risparmio ») secondo le definizioni correnti, ma sono più produttive di redditi futuri che tante altre che ne fanno parte.

* * *

Lo sgravio fiscale accordato su una particolare forma di risparmio societario avvantaggia gli utili risparmiati in tale forma sia rispetto agli utili risparmiati in altre forme, sia rispetto agli utili distribuiti. L'effetto pratico principale è certo quello di indurre le società a sacrificare le altre forme di risparmio per espandere quella favorita dal Fisco; ma è presumibile che, su scala minore, vengano sacrificati anche i dividendi. Dobbiamo dunque attenderci un, sia pur piccolo, aumento del complessivo risparmio societario, aumento che a sua volta — come già vedemmo — può favorire anche un'espansione dell'indebitamento.

Riferiamoci, per fare un esempio concreto, agli sgravi accordati in Italia per gli utili reinvestiti nel Mezzogiorno; in questo caso il risultato presumibile è un aumento degli investimenti nel Mezzogiorno controbilanciato, ma non pienamente, da una riduzione degli altri investimenti e in misura minore dei consumi, con un effetto netto di lieve espansione della domanda globale.

Se poi, per fare un esempio diverso, ci riferiamo agli sgravi accordati in Svizzera e Svezia per le riserve congiunturali, abbiamo invece — nella fase di accumulazione di riserve liquide — il seguente quadro: presumibile riduzione degli investimenti ed, in misura minore, dei consumi, per un importo complessivo inferiore a quello delle riserve liquide accumulate. Quindi effetto netto di contrazione della domanda globale, ma non così forte come penserebbe chi volesse giudicarlo soltanto dalla quantità di riserve liquide accumulata.

§ 8. FISCALITÀ E RISPARMIO OCCULTO.

Ho già chiamato, convenzionalmente, « risparmio occulto » (positivo o negativo) la differenza (in meno o in più) tra gli utili dichiarati da una società e ciò che deve considerarsi come reddito della società stessa sotto il punto di vista della contabilità nazionale.

A che cosa è dovuta questa differenza? Una prima ragione è data dal fatto che i conti privati includono nella misura degli utili alcuni elementi, come l'aumento di valore delle scorte, che ai sensi della con-

tabililità nazionale non costituiscono elementi di reddito ma plusvalenze patrimoniali.

Inoltre i conti privati non rivalutano, se non eccezionalmente, la base per il calcolo della quota annua di ammortamento, attenendosi dunque al costo storico del cespite, mentre nei conti nazionali si cerca invece di prendere come base per il calcolo il prezzo corrente di sostituzione⁽¹⁹⁾. Il primo metodo presenta ovvie doti di semplicità, ma non ha la proprietà né di esprimere soddisfacentemente il consumo di capitale, né di dar luogo alla formazione di un fondo di ammortamento per l'esatto importo occorrente al rinnovo del cespite. Il metodo applicato dalla contabilità nazionale possiede invece — almeno nelle intenzioni, la cui attuazione pratica riesce però sempre imperfetta — la prima proprietà, ma naturalmente non la seconda.

È intuitivo che il risparmio occulto derivante dalle differenze sopra indicate, per quanto riguarda la valutazione delle scorte e delle quote di ammortamento, assume segno positivo in fase di prezzi decrescenti, e negativo in fase di prezzi crescenti⁽²⁰⁾.

Un'altra differenza importante deriva dal fatto che, mentre i conti nazionali assumono una visuale strettamente limitata all'anno, molte società — confortate da un'autorevole corrente dottrinarla⁽²¹⁾ — mirano a dichiarare come utile dell'anno un valore calcolato facendo una specie di perequazione tra gli utili sperimentati ed attesi su un più lungo periodo. Con ciò si evita che l'azionista creda di essere più ricco di quanto è in realtà nelle annate grasse, per poi piangere una perdita di capitale nelle annate magre. A tale fine in tempo di prosperità — come spiega un chiaro autore — « la pratica migliore [...] ricorre [...] largamente ai noti espedienti della costituzione di riserve cosiddette 'occulte', della formazione di fondi di rinnovo, dell'imputazione al conto economico di spese per nuovi impianti, per vaste trasformazioni, per studi, ecc.; per contro non esita talvolta a stornare occultamente, in tempo di crisi, i palesi ammortamenti 'normali' di cui tanto si compiacciono talvolta i commentatori di bilanci, imputando ai conti impianti spese di

(19) A questa regola, raccomandata dall'OECE, fanno ancora eccezione i conti preparati dal *Department of Commerce* americano.

(20) Demaria (op. cit., p. 283) ha particolarmente messo in risalto il risparmio occulto che si verifica, quando pure gli indici generali dei prezzi non presentano sensibili diminuzioni, per effetto del progresso tecnico che riduce rapidamente il costo di reintegrazione della capacità produttiva.

(21) Cfr. G. Zappa: *Il reddito d'impresa*, 2ª ed. rist., Milano 1950; Saraceno: *Reinvestimento dei profitti*, cit., pp. 455-66.

manutenzione e di riparazione che in altri tempi erano addossate all'esercizio » (22).

Se una società mirasse alla pura perequazione degli utili dichiarati, nel senso detto sopra, dovrebbe proporsi di alternare risparmio occulto positivo e risparmio occulto negativo in proporzioni tali che la loro somma algebrica alla lunga risultasse zero (naturalmente in un sistema economico in crescita, in cui tutte le società operassero così, potrebbe aversi nondimeno come risultato collettivo un risparmio occulto crescente). Va notato che anche nell'ipotesi in cui mira soltanto alla perequazione, la società consegue accessoriamente alcuni vantaggi fiscali. In primo luogo viene a pagare mediamente un'aliquota d'imposta minore di quella che pagherebbe se presentasse un'alternanza di anni con alti profitti e di anni con perdite (23). In secondo luogo, se la società comincia con una fase di risparmio occulto positivo, il pieno assolvimento delle imposte risulta differito fino alla successiva fase di risparmio occulto negativo, e quindi la società gode frattanto di una specie di prestito senza interessi strappato al Fisco.

Ma la società può cercare di strappare al Fisco un « prestito » maggiore di quello che otterrebbe col comportamento ipotizzato sopra. L'ovvio interesse di sottrarre al Fisco la massima quantità di materia imponibile converge del resto spesso con l'interesse, da parte del gruppo-guida, d'imporre agli azionisti il massimo risparmio societario possibile. Sotto questo punto di vista, i profitti celati agli azionisti hanno il pregio di andare a risparmio senza discussione, mentre la destinazione dei profitti dichiarati è sempre materia aperta alle dispute. Inoltre le riserve accumulate occultamente, a differenza di quelle iscritte in bilancio, non rendono il pubblico più esigente per il seguito nel giudicare la redditività della gestione, e quindi sono particolarmente comode per il gruppo-guida.

È bensì vero che i principali espedienti a disposizione della società per sottovalutare gli utili di un esercizio (sottovalutazione delle rimanenze finali, anticipazione di ammortamenti, imputazione di spese incrementative del patrimonio al conto di esercizio) diventano automaticamente causa di sopravvalutazione degli utili degli esercizi successivi. È vero, in altre parole, che ogni riserva occulta deve presto essere

(22) Saraceno: *Reinvestimento dei profitti*, cit., p. 468.

(23) Il vantaggio esiste solo nella misura in cui il Fisco esclude il riporto delle perdite, che le legislazioni più progredite consentono ora per un numero limitato di anni. (Questa riserva non si applica, ovviamente, se la tassazione degli utili è « progressiva »).

sciolta. Ma la società può cercare di costituire ogni anno nuove riserve occulte per un importo maggiore di quelle che scioglie; e se frattanto ha aumentato le attività in bilancio, il gioco le riesce generalmente facile.

Abbiamo ragione di pensare che, considerando la storia delle società per azioni come un tutto, il risparmio occulto positivo abbia largamente prevalso su quello negativo, sebbene ci siano chiare indicazioni di notevoli sacche di risparmio occulto negativo realizzate in alcune congiunture eccezionali (in particolare durante le grandi inflazioni belliche e post-belliche sofferte da alcuni paesi, e durante la grande depressione nella maggioranza dei paesi).

Oggi, livelli particolarmente elevati di risparmio occulto possono presumersi in Italia ed in Francia, in connessione con un costume che non esalta la sincerità nei rapporti di affari e nei rapporti col Fisco. È notevole che nei due paesi indicati, durante gli anni recenti, gli utili netti d'imposta dichiarati dal complesso delle società abbiano superato solo di una piccola frazione (circa un decimo) gli utili di cui è stata proposta ed approvata la distribuzione, mentre in Inghilterra e negli Stati Uniti gli utili dichiarati sono stati quasi il doppio di quelli distribuiti. Nei paesi latini la propensione al risparmio societario è davvero tanto più bassa? O il risparmio palese risulta tanto più basso perché è molto più elevato il risparmio compiuto occultamente?

Certo la seconda cosa è più verosimile, ma non abbiamo i dati per passare dalle congetture a valutazioni statistiche precise (24). Auguriamoci che si voglia far presto luce su questo campo. Non è certo un compito sovrumano, se ciò che ci si propone è soltanto di mettere in luce

(24) Si vedano tuttavia in L. Livi (*Primo computo del reddito distribuito ai fattori di produzione*, Milano 1958, pp. 51, 117 e passim) alcune valutazioni indicative dell'enorme scarto tra gli utili dichiarati dalle società italiane e quelli definitivamente accertati a loro carico dal Fisco. Altre indicazioni, di dubbia interpretazione, sul risparmio occulto si trovano nella nota *Un tentativo di misura dell'autofinanziamento dal 1938 al 1945 in 172 società italiane*, pubblicata dalla CISL nel suo Bollettino di studi e statistiche, agosto-settembre 1955. Qualche dato per la Francia nei libri di M. Malissen: *Investissement et financement*, Paris 1957, pp. 70-81, e *Autofinancement*, cit., p. 79. Per la Svizzera, E. Goeppert (*Die Selbstfinanzierung in der Schweiz*, Zürich 1959, pp. 60-1) stima che le società abbiano occultato negli anni recenti un quinto dei loro utili. Per la Germania, Hagest (op. cit., p. 40) afferma che il risparmio occulto prevale su quello palese.

Ricordiamo qui di passaggio che il risparmio occulto rappresenta in pratica la maggior parte, ma non la totalità dell'occultamento di utili, il quale può avvenire anche attraverso distribuzioni occulte. Si pensi al caso di una società che fa vendite a prezzi di favore ai propri amministratori o ai propri soci.

lo scarto degli utili dichiarati dal reddito misurato secondo le convenzioni della contabilità nazionale, e non lo scarto rispetto ad un fantomatico concetto di reddito vero in assoluto.

* * *

È chiaro che le autorità esercitano un'influenza sulle dimensioni del risparmio occulto in vari modi. Ne abbiamo già visto uno quando abbiamo notato (paragrafo 3) che le società possono essere spinte all'occultamento dal timore che gli alti profitti le esponano ad essere private di sussidi, a vedersi imporre riduzioni di prezzi, ecc. Ma l'influenza praticamente più importante è quella che le autorità esercitano con l'ammettere detrazioni ed esclusioni più o meno generose in sede di dichiarazione degli utili netti per fini fiscali. Infatti la parte di utile che non viene dichiarata al Fisco difficilmente sarà dichiarata agli azionisti, anche nei paesi in cui bilancio fiscale e bilancio per gli azionisti sono distinti.

Le principali vie che si offrono all'autorità per facilitare il risparmio occulto *legale* in sede fiscale (non parliamo della tolleranza di evasioni illegali, che non può certo essere raccomandata) sono l'ammissione di ammortamenti accelerati, che è oggi politica esplicita in molti paesi; il riconoscimento di *Depletion Allowances*, di cui si ha un esempio negli Stati Uniti per l'estrazione petrolifera ed altre attività minerarie; la concessione di imputare ai conti di esercizio spese che in sostanza incrementano il patrimonio (anche di questo gli Stati Uniti danno un esempio clamoroso, riguardante le spese effettuate per la ricerca di giacimenti petroliferi).

Riconosciuto che queste misure inducono le società ad un aumento (spesso sensibile) del risparmio occulto, dobbiamo chiederci se tale aumento avvenga a spese del risparmio societario palese o dei dividendi. È probabile che si abbiano insieme i due effetti; ed è probabile che il secondo risulti in questo caso relativamente più forte di quanto è nel caso degli interventi esaminati al paragrafo precedente. Ciò per la ragione, già notata, che il normale desiderio dei gruppi-guida di imporre un sovrappiù di risparmio agli azionisti incontra minore resistenza quando gli azionisti non vedono neppure quello che la società trattiene.

L'effetto prodotto da ogni lira di riduzione dei dividendi, in termini di riduzione del consumo degli azionisti, è esso pure — probabilmente — più forte in questo caso che in tutti i casi esaminati nei paragrafi precedenti, perché il risparmio occulto si lascia percepire meno che il ri-

sparmio palese e si traduce meno facilmente in plusvalenze azionarie consumabili.

Infine, dobbiamo rilevare una maggiore intensità di effetti anche per quanto riguarda gli investimenti societari. La concessione di ammortamenti accelerati o di *Depletion Allowances*, per esempio, fornisce chiaramente un doppio stimolo ad investire, perché non solo aumenta i fondi investibili oggi a disposizione della società, ma anche accresce il rendimento prospettivo dei nuovi investimenti, in quanto essi pure daranno diritto ad analoghi vantaggi fiscali ⁽²⁵⁾.

§ 9. RISPARMIO OBBLIGATO.

Come per le persone, anche per le società sono stati imposti obblighi in materia di risparmio, obblighi che si distinguono in due tipi principali:

- primo, limiti in materia di distribuzione degli utili (che hanno una funzione corrispondente a quella svolta, sul piano del risparmio personale, dal razionamento del consumo);
- secondo, prestiti forzosi.

Passeremo ora in rassegna alcuni provvedimenti concreti che contemplano il primo tipo di obbligo, o il secondo, o ambedue congiuntamente.

Il primo tipo di obbligo si trova tra le norme ordinarie del diritto delle società in molti ordinamenti, tra cui il nostro. L'articolo 2428 del nostro codice civile statuisce infatti che la società deve mandare a riserva almeno un ventesimo degli utili finché la riserva non abbia raggiunto un quinto del capitale sociale.

Il fine principale della norma è, evidentemente, quello di tutelare l'interesse dei terzi creditori della società, che corrono minori rischi in presenza di adeguate riserve. L'accumulazione ritenuta sufficiente dal legislatore a tal fine è modesta ed inferiore a quella che la maggior parte delle società effettuerebbe se la norma non ci fosse. Quindi la norma, come è, eleva ben poco il risparmio societario del paese nel suo complesso, né questo — abbiamo già detto — è lo scopo che essa si propone.

Naturalmente una politica diretta ad elevare il risparmio societario complessivo potrebbe far propria la stessa formula, cioè vietare alle so-

(25) Per un'analisi dettagliata cfr. N. Andreatta: *L'ammortamento in relazione ad alcuni problemi di dinamica economica*, Rivista Internazionale di Scienze Sociali, gennaio-febbraio 1956, pp. 25-31.

cietà di distribuire oltre una certa percentuale — in questo caso bassa — degli utili dichiarati.

Pesanti obblighi di risparmio, aventi carattere di eccezionalità, sono stati imposti alle società da vari Stati, tra cui il nostro, durante la prima guerra mondiale e nuovamente durante la seconda ⁽²⁶⁾. Il fine assegnato a questi provvedimenti non era soltanto quello di fare aumentare il volume complessivo del risparmio, ma anche e principalmente quello di convogliare risparmio verso il Tesoro.

Perciò si ricorse in genere, congiuntamente, alla limitazione dei dividendi ed al prestito forzoso. La limitazione dei dividendi prese ordinariamente la forma del divieto di distribuire dividendi eccedenti un certo plafond, espresso di regola come percentuale del capitale. Il prestito forzoso ⁽²⁷⁾ — o, ciò che equivale, un'imposta con promessa di successivo rimborso — assorbiva una quota delle riserve che man mano si formavano.

Le riserve assorbite dal prestito forzoso erano tolte agli investimenti della società; inoltre davano origine a minori plusvalenze azionarie (e quindi a minori possibilità di consumo da parte degli azionisti) rispetto a quelle che si sarebbero avute se la società avesse potuto impiegare liberamente le riserve stesse. Quindi il sistema, oltre ad incanalare fondi verso il Tesoro, ha presumibilmente esercitato una forte azione di contenimento sulla spesa privata.

In questo dopoguerra si sono avute anche applicazioni del prestito forzoso senza concomitante limitazione dei dividendi. In Germania le imprese sono state tenute a prestare somme stabilite sulla base del loro utile e del loro fatturato, per finanziare gli investimenti nelle industrie di base: carbone, acciaio, elettricità ⁽²⁸⁾. Con ciò, il Governo ha certo rag-

(26) L'Italia, anzi, reintrodusse la limitazione dei dividendi fin dal 1935; e la Germania, come già ricordato nel paragrafo 3, fece una particolare applicazione del prestito forzoso nel 1934.

Sui sistemi di risparmio societario obbligato attuati durante la guerra nei vari paesi cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, *Dodicesima relazione annuale*, Basilea 1942, pp. 231-2; G. Borgatta: *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Alessandria 1946, pp. 508-9, 512, 528; L. Einaudi e F. A. Repaci: *Il sistema tributario italiano*, 5ª ed., Torino 1954, pp. 501-2; A. de' Stefani: *Manuale di finanza*, Bologna 1943, pp. 276-7; R. E. Paul: *Taxation in the U.S.*, Boston 1954, p. 289. Alcuni riferimenti bibliografici sulla legislazione italiana, tedesca e francese in D. Pettiti: *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano 1957, p. 20.

(27) Nel caso italiano le somme prestate furono, alla fine, confiscate.

giunto lo scopo di procurare a queste industrie i finanziamenti che voleva; ma resta da vedere se le imprese che li hanno forniti hanno sottratto i fondi occorrenti ai dividendi (con conseguente diminuzione dei consumi degli azionisti), o ai loro propri investimenti, o infine — per non parlare di altre possibilità meno probabili — ai loro clienti attraverso maggiori prezzi. Nella misura in cui si verifica l'ultima alternativa, il prestito forzoso si risolve in un indebito arricchimento delle imprese, che acquistano un credito a spese altrui: meglio sarebbe tassare le imprese, lasciandole poi rivalersi sui clienti, o imporre direttamente il prestito forzoso a questi ultimi.

Un altro esempio interessante di prestito forzoso si è avuto in Svezia nel 1951, quando il boom verificatosi nell'esportazione di una serie di prodotti minacciava effetti inflazionistici all'interno. Per prevenirli, lo Stato congelò una quota dei ricavi delle ditte esportatrici ⁽²⁹⁾. Date le circostanze, è probabile che il prestito forzoso non sia stato « trasferito », ma abbia inciso sugli investimenti societari o sui dividendi nel senso di frenarne l'aumento, ed abbia svolto quindi l'azione anti-inflazionistica desiderata.

* * *

Se occorre, a questo punto, una frase di chiusura, può essere la seguente:

La critica, di cui fu pioniere Del Vecchio, contro le tesi troppo semplici sulla dipendenza del risparmio dal saggio d'interesse e dalla concentrazione dei redditi, ha condotto bensì ad escludere che lo Stato potesse manovrare il risparmio — con un meccanismo elementare — attraverso quelle due leve, ma non certo che disponesse di altre leve per manovrarlo. Anzi, essa ha indirizzato l'attenzione degli economisti verso altre speci d'intervento, tra cui diverse — ciascuna con determinate limitazioni — si sono rivelate idonee. La risposta positiva, seppure complessa, che emerge dalle pagine precedenti circa le possibilità di influenzare il volume del risparmio privato intervenendo sulle società, ne dà appunto un esempio.

GIORGIO FUA'

Ancona, Università.

(28) Notizie sul provvedimento si trovano in H. Laufenburger: *L'autofinanziamento delle imprese*, Rivista di politica economica, giugno 1954, pp. 641-2; ed in *Perspectives de l'économie européenne*, 4° rapporto annuale dell'OECE, Paris 1952, p. 285.

(29) Per ulteriori notizie sul provvedimento cfr. G. Fua, *Reddito nazionale*, cit., pp. 179-80.

