

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

Anno LIX Fasc. 3 - 2008

Lorenzo Faccincani

**L'IMPATTO DELLA FISCALITÀ
SOCIETARIA SULLE DECISIONI
DI STRUTTURA FINANZIARIA:
RIFLESSIONI CRITICHE SULLA
NORMATIVA DI INDEDUCIBILITÀ
DEGLI INTERESSI PASSIVI**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

LORENZO FACCINCANI

*Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari
Università di Verona (*)*

L'IMPATTO DELLA FISCALITÀ SOCIETARIA SULLE DECISIONI DI STRUTTURA FINANZIARIA: RIFLESSIONI CRITICHE SULLA NORMATIVA DI INDEDUCIBILITÀ DEGLI INTERESSI PASSIVI

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. L'evoluzione delle norme tributarie con impatto sulle decisioni di finanziamento: il caso italiano. — 3. Neutralità fiscale delle scelte finanziarie: analisi critica degli approcci utilizzabili. — 4. Il nuovo art. 96 del T.u.i.r.: l'indeducibilità degli interessi passivi è un incentivo alla capitalizzazione? — 5. Osservazioni conclusive.

1. Premessa. — La finalità che si pone il presente contributo è approfondire, nell'ottica dell'azionalista, il rapporto che intercorre tra la normativa in materia di fiscalità societaria e le scelte di struttura finanziaria delle imprese, soffermandosi, in particolar modo, sulle peculiarità che hanno finora caratterizzato la legislazione fiscale italiana, sulle soluzioni che mirano a garantire un trattamento tributario neutrale nei confronti dell'*equity* e del debito e sul nuovo art. 96 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (T.u.i.r.) introdotto con la legge finanziaria 2008 con lo scopo di favorire la capitalizzazione delle società di capitali.

La tassazione societaria è in grado di influenzare le scelte compiute dal management in merito alle decisioni di copertura del fabbisogno finanziario aziendale, favorendo con un beneficio fiscale la scelta di ricorrere al debito piuttosto che ai mezzi propri. In tal senso il caso italiano è emblematico, visto che la fiscalità societaria ha ricoperto un ruolo di primario rilievo nell'evoluzione dei modelli finanziari delle imprese italiane, storicamente connotati da

(*) Desidero ringraziare il prof. Michele Rutigliano per i Suoi preziosi suggerimenti e per le continue revisioni apportate alle versioni precedenti la stesura finale del lavoro. Rimango, ovviamente, l'unico responsabile per eventuali errori o omissioni.

LORENZO FACCINCANI

una scarsa patrimonializzazione in ragione, tra le diverse motivazioni, della minor onerosità dei mezzi di terzi rispetto all'*equity*, determinata, a sua volta, dal vantaggio fiscale che gli interessi passivi corrisposti a terzi finanziatori hanno generato (CERIANI, 2006, p. 24). Tale carenza risulta evidenziata dall'analisi dei rapporti di *leverage* che attualmente risultano mediamente più elevati rispetto a quelli dei *competitors* europei (FORESTIERI, 2007, p. 2).

In un contesto come quello delineato, è andata sviluppandosi l'idea di assicurare nei confronti del capitale azionario e del capitale di terzi un trattamento tributario più neutrale rispetto a quello che si era determinato con la riforma fiscale del 2003. Un'azione incisiva sulla leva fiscale può costituire un incentivo per le imprese a ricorrere maggiormente all'emissione di capitale di rischio per finanziare i propri progetti di investimento, determinando una serie di benefici effetti. Infatti un equilibrio tra debito e mezzi propri è, innanzitutto, un fattore imprescindibile per quelle imprese che ambiscono ad avviare un percorso di crescita dimensionale. In aggiunta una solida struttura finanziaria permette un più agevole accesso al finanziamento bancario, in quanto, e a maggior ragione in seguito all'introduzione dei criteri di Basilea 2, un'impresa adeguatamente capitalizzata potrebbe ottenere un *rating* migliore e, quindi, finanziamenti a condizioni di tasso meno onerose.

Ogni riforma della normativa tributaria dovrebbe essere attuata in maniera da evitare di danneggiare quelle società che hanno compiuto delle scelte confidando nella stabilità e nella continuità della fiscalità societaria. Tale affermazione, di portata generale, risulta valida anche per quelle norme che hanno un impatto sulle decisioni di struttura finanziaria. In sostanza, è considerata sempre inopportuna l'introduzione di novità penalizzanti nei confronti delle imprese che hanno pianificato la copertura dei fabbisogni finanziari con l'obiettivo, principale o secondario, di minimizzare il carico fiscale; ciò in ragione delle conseguenze negative che, altrimenti, possono aversi sugli equilibri aziendali.

Tenendo ben presenti, da un lato, lo scopo di favorire il riequilibrio delle strutture finanziarie italiane e, dall'altro, l'esigenza di non svantaggiare quelle aziende che hanno fatto ricorso a una certa modalità di finanziamento anche basandosi sulla valutazione degli effetti fiscali derivanti dal d.lgs. n. 344/2003, in queste note verranno analiticamente approfonditi i possibili risvolti critici

tra le diverse motivazioni rispetto all'*equity*, tale che gli interessi generati (CERIANI, a dall'analisi dei rapidamente più elevati (ESTIERI, 2007, p. 2).

andata sviluppandosi azionario e del capitale neutrale rispetto a ma fiscale del 2003. aquire un incentivo per sione di capitale di rivestimento, determini equilibrio tra debito imprescindibile per a percorso di crescita tura finanziaria per o bancario, in quanto, ne dei criteri di Basilea potrebbe ottenere a condizioni di tasso

che dovrebbe essere attese quelle società che stabilità e nella coerenza, di portata generale che hanno un impatto. In sostanza, è consigliata la novità penalizzanti icato la copertura dei e o secondario, di mille conseguenze negative sugli equilibri aziendali.

opo di favorire il riequilibrio, dall'altro, l'esigenza lo fatto ricorso a una dosi sulla valutazione del 2003, in queste note i sensibili risvolti critici

emergenti dalla lettura della disposizione prevista dalla legge finanziaria 2008. Quest'ultima prevede, come modalità di incentivo alla capitalizzazione delle società di capitali italiane, l'ineducibilità degli interessi passivi e degli oneri assimilati, al netto degli interessi attivi e dei proventi assimilati, che superino il 30% di una configurazione di risultato economico, denominata risultato operativo lordo della gestione caratteristica.

Allo scopo di sviluppare i concetti sopra riportati nei punti essenziali, il lavoro è strutturato come segue. Nel secondo paragrafo, dopo che si sarà brevemente analizzato il pensiero di alcuni Autori che si sono occupati della relazione esistente tra fiscalità societaria e scelte di finanziamento, verrà delineato il percorso che ha contraddistinto l'imposizione societaria italiana, con riguardo alle norme che hanno interessato le decisioni di finanziamento. In modo specifico ci si soffermerà sulla *ratio* e sulle finalità delle riforme avvenute nel 1997 e nel 2003. Inoltre, sulla base delle evidenze empiriche disponibili, si approfondiranno gli aspetti più significativi della struttura finanziaria delle società italiane, con evidenziazione degli elementi di maggior criticità che la caratterizzano e sulle motivazioni che, si ritiene, giustificano l'evoluzione verso modelli di imposizione fiscale maggiormente neutrali. Nel terzo paragrafo verranno descritti gli approcci teorici che hanno come obiettivo di garantire un trattamento tributario maggiormente neutrale delle remunerazioni dell'*equity* e del debito. Nel quarto paragrafo sarà analizzata la soluzione adottata dal legislatore con il nuovo art. 96 del T.u.i.r., con un focus particolare sulla coerenza esistente tra la dichiarata finalità di incentivare la capitalizzazione delle società e la scelta di rendere ineducibili gli interessi passivi una volta che risultano superate determinate soglie. A sostegno delle argomentazioni esposte, si farà riferimento ai risultati più significativi di una ricerca compiuta sui bilanci d'esercizio 2004, 2005 e 2006 di oltre 170.000 società di capitali, volta a fornire una prima evidenza dei possibili impatti sulle società italiane e della potenziale efficacia della disposizione introdotta. Si presenteranno inoltre delle riflessioni sulla logica e sui meccanismi che, si reputa, avrebbero dovuto contraddistinguere la normativa sull'imposizione societaria. In ragione dei legami esistenti con la fiscalità delle società e le decisioni di struttura finanziaria, sarà oggetto di analisi anche l'attuale normativa sull'imposizione dei redditi finanziari, per comprendere, in particolare, quali potrebbero

LORENZO FACCINCANI

essere gli effetti prodotti dall'ipotesi di riforma volta ad uniformare l'aliquota di imposta sulle rendite finanziarie ad un livello del 20%. Infine, il quinto e ultimo paragrafo riprenderà le conclusioni ritenute di maggior interesse emergenti dal lavoro.

2. L'evoluzione delle norme tributarie con impatto sulle decisioni di finanziamento: il caso italiano. — Il management che decide con quali fonti finanziare i progetti di investimento, e più in generale l'operatività, potrà ricorrere al capitale proprio o a quello di terzi; la decisione verrà compiuta ponderando i vantaggi e gli svantaggi che risultano associati alla scelta di indebitamento rispetto all'alternativa dell'*equity*. In maniera schematica si può affermare che per gli azionisti di una società i vantaggi che l'impresa si finanzia tramite debito, piuttosto che mezzi propri, sono sintetizzabili nel beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi secondo le vigenti regole tributarie, nella riduzione dei costi legati alle asimmetrie informative tra *insiders* e *outsiders* alla società⁽¹⁾ (DONALDSON, 1961; MYERS, MAJLUF, 1984, pp. 187-221) e nel cosiddetto effetto disciplina generato sul comportamento del management dalla presenza di debito nella struttura finanziaria (JENSEN, 1986, pp. 323-329). Gli svantaggi del ricorso al debito sono invece riconducibili all'aumento dei costi del dissesto finanziario e dei costi di agenzia tra creditori e azionisti⁽²⁾ (JENSEN, MECKLING, 1976, pp. 305-360), oltre che alla perdita

(¹) I finanziatori esterni non credono che gli *insiders* all'impresa abbiano convenienza a rendere pubbliche tutte le informazioni a loro disposizione. Nonostante tali asimmetrie informative caratterizzino sia il capitale proprio sia il capitale di debito, la penalizzazione in termini di costo del capitale più elevato e di razionamento del capitale risulta meno accentuata nel caso del debito.

(²) I costi del dissesto finanziario si manifestano quando non vengono rispettate le promesse fatte ai creditori: essi possono essere diretti, che sorgono quando la società incorre in una procedura concorsuale o in un accordo stragiudiziale affrontandone i relativi costi legali e amministrativi, oppure indiretti, quando gli alti rapporti di indebitamento compromettono la relazione con i principali *stakeholders*. I costi di agenzia derivano dai comportamenti degli azionisti che, con il fine ultimo di ridistribuire ricchezza a proprio favore, danneggiano gli interessi dei creditori; in altri termini gli azionisti, che hanno un diritto residuale sui flussi di cassa, sono portati a favorire le azioni che aumentano il valore delle loro partecipazioni, anche se questo comporta l'aumento del rischio che i creditori non ricevano i pagamenti promessi.

prima volta ad uniformare le decisioni finanziarie ad un livello nazionale, si riprenderà le conclusioni dal lavoro.

Decisioni finanziarie con impatto italiano. — Il manager deve valutare i progetti di investimento e decidere se ricorrere al capitale proprio o al debito, compiuta una ponderazione dei costi e dei benefici associati alla scelta di investimento. In maniera schematica, si può dire che una società i cui vantaggi superano i costi (costo che mezzi propri, costo del capitale, costo di indebitamento) deve ricorrere alle fonti tributarie, nella misura delle risorse tributarie, nella misura delle risorse tributarie, nella misura delle risorse tributarie tra *insiders* e *outsiders* (MYERS, MAJLUF, 1984, pp. 1-10), ha generato sul costo del capitale proprio un costo del debito nella struttura finanziaria. Gli svantaggi del ricorso al capitale proprio (il costo del capitale proprio) sono maggiore del costo del debito (il costo del debito) quando il costo del capitale proprio è maggiore del costo del debito. Gli svantaggi del ricorso al capitale proprio (il costo del capitale proprio) sono maggiore del costo del debito (il costo del debito) quando il costo del capitale proprio è maggiore del costo del debito.

insiders all'impresa abbiano la possibilità di disporre a loro disposizione. Non solo il capitale proprio sia il capitale più elevato e di più facile accesso in caso del debito. Quando non vengono rispettati i diritti dei *outsiders*, che sorgono quando si ha un accordo stragiudiziale a favore dei *insiders*, quando gli alti funzionari sono i principali *stakeholders*. I manager, che, con il fine ultimo di aumentare gli interessi dei creditori, possono emettere titoli sui flussi di cassa, sono i manager e le loro partecipazioni, anche se non ricevono i pagamenti

di flessibilità finanziaria conseguente a un eccessivo indebitamento⁽³⁾.

Soffermandosi sul ruolo ricoperto dalla fiscalità nelle decisioni di struttura finanziaria, esso venne già identificato da Modigliani e Miller nel famoso articolo del 1963 in cui, superando la tesi dell'irrilevanza della struttura finanziaria (MODIGLIANI, MILLER, 1958, pp. 261-297), sostennero che, in presenza di tassazione del reddito in capo all'impresa e della deducibilità degli oneri finanziari, il fabbisogno aziendale dovrebbe essere finanziato interamente con debito (MODIGLIANI, MILLER, 1963, pp. 433-443). Tale affermazione risultò in seguito contestata in base alla considerazione che un aumento dell'indebitamento comporta dei costi diretti e indiretti legati al rischio di fallimento, i quali possono essere superiori ai benefici dati dai risparmi fiscali (WARNER, 1977, pp. 337-347).

Nel 1977 Miller affermò che, considerando congiuntamente le imposte sulla società e le imposte personali gravanti sui dividendi, sui capital gain e sugli interessi attivi che i singoli individui incassano, le decisioni di struttura finanziaria possono, sotto certe condizioni, non influenzare il valore dell'impresa. In particolare, ipotizzando, da un lato, che il reddito societario venga tassato con un'aliquota t_c , e, dall'altro, che gli investitori siano assoggettati a un'aliquota d'imposta t_d sugli interessi attivi derivanti dalla sottoscrizione di obbligazioni e a un'aliquota t_e sui dividendi e sui capital gain, le scelte di struttura finanziaria non sono rilevanti quando risulta verificata la seguente uguaglianza (MILLER 1977, pp. 261-275):

$$(1 - t_d) = (1 - t_c) * (1 - t_e)$$

La presenza di una disuguaglianza tra i due membri dell'equazione indica, viceversa, il vantaggio fiscale dell'una o dell'altra forma di finanziamento. Infatti se $(1 - t_d)$ risulta maggiore di $(1 - t_c) * (1 - t_e)$ risulta conveniente per i soci finanziare la società sottoscrivendo obbligazioni emesse dalla stessa, in quanto, a parità di rendimento lordo, il guadagno al netto delle imposte risulta più elevato; nel caso invece fosse minore converrà che le ri-

⁽³⁾ Per una sintesi completa dei vantaggi e degli svantaggi legati al debito cfr. DALLOCCIO, SALVI (2004, pp. 435-466).

LORENZO FACCINCANI

sorse siano immesse a titolo di *equity*. Introducendo le imposte personali nella valutazione della struttura finanziaria, lo scopo della società non risulta più quindi quello di minimizzare il debito d'imposta sui propri redditi, bensì di minimizzare il valore attuale di tutte le imposte, comprese quelle pagate da obbligazionisti e azionisti (BREALEY, MYERS, ALLEN, SANDRI, 2007, pp. 463-464).

Per quanto riguarda il caso italiano, la tematica in parola interessa solamente le società di capitali, nelle quali le persone fisiche hanno attualmente la possibilità di apportare risorse sotto forma di capitale di prestito, anziché di capitale di rischio, usufruendo del regime fiscale di favore di cui beneficiano i redditi di capitale rispetto agli utili aziendali⁽⁴⁾.

Tale disparità non si presenta invece per le società di persone e le imprese individuali, i cui profitti vengono tassati secondo il principio di trasparenza⁽⁵⁾; quest'ultimo prevede che il reddito venga imputato direttamente ai singoli soci, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione e in maniera indipendente dalla percezione⁽⁶⁾. Anche gli interessi attivi maturati sui finanziamenti eventualmente concessi alla società concorrono a formare il reddito complessivo del socio, su cui viene pagata l'aliquota marginale dell'imposta personale progressiva. In definitiva il pregio di tale principio, che secondo i più recenti dati disponibili risulta applicabile ad oltre l'83% delle imprese italiane⁽⁷⁾ (ISTAT, 2007), è proprio quello di evitare la doppia tassazione dei redditi partecipativi (dividendi e capital gain), la quale, come sarà analizzato meglio in seguito, può rappresentare un fattore che riduce la propensione

(4) Come verrà analizzato nel prosieguo del lavoro, il legislatore è intervenuto più volte, anche con la norma sulla *thin capitalization* introdotta dalla riforma del 2003, per attenuare il regime fiscale di cui godono i redditi di capitale rispetto agli utili d'impresa.

(5) Si tenga presente che gli artt. 115 e 116 del T.u.i.r., come modificati dal d.lgs. n. 344/2004, prevedono che i gruppi di società di capitali e le società a responsabilità limitata a ristretta base proprietaria possano optare per la tassazione dei redditi secondo il principio di trasparenza.

(6) Si rimanda al paragrafo 4 per una trattazione delle novità introdotte in materia dalla legge finanziaria 2008.

(7) Si consideri che la percentuale riportata nel testo fa riferimento solo alle imprese individuali e alle società di persone, non considerando le S.r.l. che, come riportato nella nota 5, se rispettano certe condizioni possono optare per la tassazione secondo trasparenza.

roducendo le imposte finanziaria, lo scopo minimizzare il debito e da obbligazionisti e 7, pp. 463-464).

tematica in parola in quali le persone fisiche riportare risorse sotto capitale di rischio, usufruiscano i redditi di

le società di persone sono tassati secondo il prevede che il reddito in proporzione alle risorse indipendenti dalla rati sui finanziamenti o a formare il reddito liquo a margine del il pregio di tale principio risulta applicabile (FAT, 2007), è proprio redditi partecipativi (di analizzato meglio in riduce la propensione

ro, il legislatore è intervenuto introdotta dalla riforma redditi di capitale rispetto

T.u.i.r., come modificati dai capitali e le società a rendere optare per la tassazione

e delle novità introdotte in

esto fa riferimento solo alle derando le S.r.l. che, come possono optare per la tassa-

dei soggetti a investire in titoli azionari emessi dalle società di capitali italiane.

Sull'esistenza di rapporti tra fisco e finanza si sono concentrati anche De Angelo e Masulis, i quali sottolinearono la rilevanza nelle decisioni di struttura finanziaria dell'esistenza di scudi fiscali quali, ad esempio, ammortamenti, accantonamenti e oneri pluriennali non capitalizzati, che diminuiscono sia la capienza fiscale del reddito imponibile sia la possibilità di usufruire del vantaggio che deriva dalla deducibilità degli interessi passivi. Secondo i due Autori, a parità di altre condizioni, gli incrementi degli scudi fiscali diversi dal debito provocano l'effetto di diminuire il tasso di indebitamento delle imprese (DE ANGELO, MASULIS, 1980a, pp. 3-29 e 1980b, pp. 453-464)⁽⁸⁾.

Il peso della tassazione societaria sulle decisioni finanziarie delle imprese è particolarmente evidente per il caso italiano. Infatti le scelte di copertura dei fabbisogni sono state, a partire dagli anni settanta⁽⁹⁾, finalizzate a sfruttare il meccanismo dello scudo fiscale; quest'ultimo ha costituito una spinta per aumentare l'indebitamento a scapito del capitale di rischio e ha indotto i soci a dissimulare apporti di capitale sotto la veste formale del debito, mediante sia la sottoscrizione delle obbligazioni emesse dalla società stessa sia le cosiddette operazioni triangolari in cui i mezzi finanziari dell'imprenditore o dei soci venivano posti a garanzia del credito concesso dalla banca, con lo scopo ultimo di godere del vantaggio fiscale da esso derivante (MASSARI, PERRINI, 1997, p. 16). Il tradizionale beneficio fiscale del debito si è rinforzato a partire dagli anni ottanta a causa dell'aumento delle aliquote legali di imposta sui redditi d'impresa⁽¹⁰⁾ (BONATO, FAINI, 1991, p. 150).

⁽⁸⁾ Per una rassegna completa della letteratura esistente sulla relazione tra fiscalità societaria e decisioni di finanziamento dell'impresa cfr. GRAHAM (2003, pp. 1075-1129).

⁽⁹⁾ L'ordinamento tributario degli anni sessanta prevedeva una normativa per agevolare la capitalizzazione delle imprese: la parte del reddito sino al 6% del patrimonio era coperta dalla patrimoniale dello 0,75%, con la tassazione di questa quota al 12,5% (0,75/0,06), mentre la parte eccedente pagava un'imposta ulteriore. Cfr. RIZZARDI (2007, p. 23).

⁽¹⁰⁾ L'aliquota Irpeg, pari al 25% nel 1981, sale al 30% nel 1983 e al 36% nel 1984. L'Ilor, deducibile dall'imponibile Irpeg nel periodo dal 1977 al 1990, passò nel 1985 dal 15% al 16,7%. A partire dal periodo d'imposta 1992 l'Ilor divenne in-

LORENZO FACCINCANI

Alla luce di tale situazione, il legislatore tributario ha innanzitutto previsto degli interventi normativi *ad hoc*, ancora oggi in vigore, finalizzati a punire determinate fattispecie elusive.

In tale direzione, con l'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549, viene stabilito che, nel caso in cui il tasso di rendimento effettivo sugli interessi e sugli altri proventi delle obbligazioni e dei titoli simili emessi sia maggiore di un tasso soglia prefissato⁽¹¹⁾, gli interessi passivi che superano l'importo derivante dall'applicazione del suddetto limite siano indeducibili. Per quanto concerne il socio percettore, i corrispondenti interessi attivi eccedenti il limite sono oggi tassati con l'aliquota del 27%, anziché con quella ordinaria del 12,5%. La finalità della norma è penalizzare quelle operazioni nelle quali i soci, invece che immettere risorse sotto forma di mezzi propri, sottoscrivono prestiti obbligazionari emessi dalla società fissando una remunerazione maggiore dei rendimenti di mercato, al fine di estrarre utili dall'impresa godendo di benefici tributari. In passato tali operazioni possono essere state utilizzate con l'intento di abbassare l'imponibile societario e, dal punto di vista dei soci finanziatori, al fine di sfruttare la minor tassazione subita dagli interessi attivi rispetto a quella gravante sui redditi da partecipazione azionaria.

Con l'art. 7, commi da 1 a 4, del decreto legge 20 giugno 1996, n. 323, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 dicembre 1996, n. 662 (c.d. « legge Prodi »), si sono volute colpire le operazioni nelle quali il socio mette a disposizione della banca finanziatrice della società denaro, titoli o altri valori mobiliari, sotto

deducibile dalla base imponibile Irpeg; quindi sulle imprese gravava una tassazione complessiva (Irpeg + Ilor) del 52,2%. Nel 1995 l'aliquota Irpeg è stata elevata al 37%, con una tassazione quindi del 53,2%. La riforma Visco ha abrogato l'Ilor, introducendo l'Irap, e ha riportato l'aliquota Irpeg al 36% (prevedendo tuttavia il sistema DIT). La riforma Tremonti del 2003 ha introdotto, in sostituzione dell'Irpeg, l'Ires la cui aliquota è stata fissata al 33%.

⁽¹¹⁾ Inizialmente tale tasso era pari al Tasso Ufficiale di Sconto maggiorato di 7 punti percentuali, per i titoli negoziati nei mercati regolamentati o collocati mediante offerta al pubblico, e di 3 punti negli altri casi. A decorrere dal 1° luglio 2000, il limite è dato dal doppio del tasso ufficiale di riferimento per le obbligazioni e i titoli simili negoziati in mercati regolamentati in paesi aderenti all'Unione Europea o collocati mediante offerta al pubblico e dal tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni e i titoli simili diversi dai precedenti.

e tributario ha innanzitutto *ad hoc*, ancora oggi in specie elusive.

15, della legge 28 dicembre 1997, in cui il tasso di altri proventi delle obbligazioni è maggiore di un tasso superiore a quello che superano l'importo deducibile. Per i redditi di interessi attivi su titoli a tasso fisso di cui il tasso di rendimento è superiore al 27%, anziché alla norma è penalizzata la norma è penalizzata l'operazione che immette in circolazione prestiti obbligazionari. Per i redditi di interessi attivi su titoli a tasso variabile, la norma è penalizzata l'operazione che immette in circolazione prestiti obbligazionari.

Per effetto della legge 20 giugno 1997, la norma è penalizzata l'operazione che immette in circolazione prestiti obbligazionari.

La norma è penalizzata l'operazione che immette in circolazione prestiti obbligazionari.

La norma è penalizzata l'operazione che immette in circolazione prestiti obbligazionari.

forma di garanzia della linea di credito concessa. Sotto il profilo fiscale tali operazioni portano ad abbassare l'imponibile societario e a diminuire il carico fiscale del socio. Per disincentivare tali pratiche la disposizione in parola ha previsto una ritenuta del 20%, che si aggiunge all'imposta sostitutiva del 12,5%, sui proventi derivanti dal deposito in garanzia di denaro, valori mobiliari e altri titoli diversi dalle azioni e da titoli similari. È da rimarcare come, nel caso non vi fosse un divario rilevante fra aliquota di imposta sugli utili partecipativi ed entità del prelievo sui redditi finanziari, l'operatività colpita dalla legge in parola non darebbe luogo a minori introiti fiscali complessivi per l'Erario, tenuto conto dell'imponibilità degli speculativi proventi finanziari in capo alle banche finanziatrici.

Nel 1997, con gli obiettivi di diminuire il vantaggio fiscale di cui fino a quel momento aveva beneficiato il debito e di incoraggiare la capitalizzazione delle imprese, sono state introdotte sia l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap) sia la *Dual Income Tax* (DIT) ⁽¹²⁾.

Per quanto concerne l'Irap, attualmente ancora in vigore, essa presenta la fondamentale e apprezzabile caratteristica di essere completamente neutrale rispetto alle decisioni finanziarie d'impresa. Ciò in quanto l'imponibile Irap è neutro rispetto al quoziente di leva finanziaria, ovvero al rapporto tra debito e capitale proprio. Infatti la base imponibile è rappresentata dal valore aggiunto della produzione al netto degli ammortamenti e quindi gli interessi passivi pagati sul debito risultano essere deducibili. Grazie a tale modalità di calcolo, l'Irap, dal momento della sua introduzione, fece sì che il debito risultasse a più elevato costo re-

⁽¹²⁾ L'Irap è stata introdotta con il d.lgs. n. 446/1997 e la DIT con il d.lgs. n. 466/1997. L'Irap ha sostituito l'Ilor (Imposta Locale sui Redditi), i contributi sanitari, l'imposta patrimoniale e altre imposte minori (Iciap, la tassa di concessione governativa e le tasse di concessione comunali). Importante, per il tema trattato in questa sede, è l'abrogazione dell'imposta sul patrimonio netto dell'impresa, in quanto quest'ultima discriminava la scelta tra capitale di rischio e di debito. L'aliquota del 7,5 per mille del patrimonio netto aziendale rappresentava infatti un onere aggiuntivo nel caso di apporto di capitale proprio e differenziale rispetto all'ipotesi di indebitamento. Cfr. MASSARI, PERRINI (1997, p. 22).

LORENZO FACCINCANI

lativo rispetto al regime vigente precedentemente alla riforma del 1997⁽¹³⁾.

La DIT introdotta in Italia costituì sul piano teorico un'integrazione tra le riforme intraprese negli anni novanta nei paesi Scandinavi e la proposta cosiddetta *Allowance for Corporate Equity* avanzata nel 1991 da un gruppo di esperti presso l'*Institute for Fiscal Studies* (Visco, 2002, p. 351). Da un lato, le riforme realizzate nei paesi Nordici presentavano come caratteristica fondamentale di tassare con un'unica aliquota proporzionale e uniforme tutti i redditi di capitale, inclusi i profitti. Dall'altro lato, la proposta *Allowance for Corporate Equity* prevede che il rendimento teoricamente generato ottenibile da un impiego alternativo del capitale netto sia deducibile dall'imponibile societario; di conseguenza il reddito imponibile sarebbe pari esclusivamente all'«extra-profitto», ovvero ai profitti che eccedono il rendimento ordinario del capitale investito (CORNELLI, 1998, p. 45).

Con riferimento specifico alla riforma del 1997, la DIT prevedeva che la parte del reddito d'impresa corrispondente alla remunerazione ordinaria degli incrementi di capitale proprio⁽¹⁴⁾, che si fossero verificati successivamente al 30 giugno 1996, moltiplicati per 1,2 nel 2000 e per 1,4 nel 2001, venisse tassata a un'aliquota ridotta del 19% mentre l'extraprofitto continuava ad essere tassato con un'aliquota del 36%. In sostanza, l'aliquota societaria poteva variare tra il 19% e il 36%, in ragione dell'ammontare di *equity*

(13) Sul punto cfr. DI MAJO, PAZIENZA, TRIBERTI (2002, p. 53) che affermano: « Nel regime precedente, il costo complessivo dell'onere del debito era per l'impresa pari a $i^*(1 - tg)$, a cui corrispondeva un cuneo fiscale nullo. Si poteva cioè ipotizzare, tralasciando le imposte personali, che il rendimento lordo necessario, per pagare il tasso richiesto dal mercato per il capitale di debito, fosse uguale al rendimento netto. Con l'introduzione dell'Irap è necessario ipotizzare un rendimento più elevato per poter pagare agli investitori un rendimento netto pari a quello di mercato; nel contempo un rendimento inferiore diventa necessario per pagare il finanziamento con emissione di azioni o utilizzo di finanziamento: il peso dell'indeducibilità infatti diminuisce, dato che l'aliquota complessiva commisurata ai profitti passa dal 53,2% al 41,25% ».

(14) In sostanza, agli incrementi di capitale proprio veniva applicato un Coefficiente di remunerazione ordinaria (Cro), fissato annualmente con decreto del Ministro delle Finanze sulla base dei rendimenti delle attività finanziarie con l'aggiunta di un premio al rischio. Negli anni di applicazione della DIT il Cro è risultato pari al 7%.

nente alla riforma del

piano teorico un'intenti novanta nei paesi e for Corporate Equity i presso l'Institute for lato, le riforme realizzatocarteristica fondamentale e uniforme tutti altro lato, la proposta il rendimento teorica-ternativo del capitale io; di conseguenza il te all'« extra-profitto », ordinario del capitale

el 1997, la DIT preve-ispodente alla remu-ale proprio⁽¹⁴⁾, che si gno 1996, moltiplicati tassata a un'aliquota iava ad essere tassato iota societaria poteva l'ammontare di equity

002, p. 53) che affermano: del debito era per l'impresa nullo. Si poteva cioè ipotiz-ito lordo necessario, per pa- bito, fosse uguale al rendi- otizzare un rendimento più netto pari a quello di mer- essario per pagare il finan- ento: il peso dell'indeduci- va commisurata ai profitti

o veniva applicato un Coef- lmente con decreto del Mit- tività finanziarie con l'ag- ne della DIT il Cro è risul-

che finanziava gli investimenti e della capacità di usufruire dell'aliquota agevolata; per ragioni di cautela, ossia per rispettare esigenze di gettito, l'aliquota media dell'imposta non poteva essere inferiore al 27%⁽¹⁵⁾, limite che venne tuttavia abolito dalla legge finanziaria del 2001⁽¹⁶⁾.

Le valutazioni degli effetti dell'introduzione dell'Irap e della DIT sulle scelte finanziarie dell'impresa è resa decisamente complessa dall'abrogazione della seconda, avvenuta definitivamente, dopo pochi anni dalla sua introduzione, con il d.lgs. n. 344/2003⁽¹⁷⁾. In altri termini, il limitato arco di tempo in cui l'Irap e l'imposizione duale sono rimaste contemporaneamente in vigore non consente di trarre conclusioni certe in merito all'efficacia della riforma nel favorire la capitalizzazione delle società italiane.

Tra le evidenze empiriche di cui si è a conoscenza, Di Majo, Paziienza e Triberti individuano, sulla base dei dati ripresi dalla Centrale dei Bilanci riferiti al biennio 1998-1999, una diminuzione dell'indice debiti finanziari/capitale netto; viene evidenziato, tuttavia, come la tendenza sia netta per le imprese con più di 1000 addetti mentre la diminuzione dell'indebitamento sembra non aver coinvolto le imprese di dimensioni medie piccole (100-200 addetti). Come giustamente notato dagli Autori stessi, va sottolineato come gli anni presi in considerazione nello studio furono caratterizzati da un andamento decisamente favorevole del mercato borsistico che registrò numerose nuove quotazioni e aumenti di capitale; ciò potrebbe significare che il miglioramento registrato dai leverage sia stato influenzato principalmente da fattori diversi da quelli tributari (DI MAJO, PAZIENZA, TRIBERTI, 2002, p. 70). Staderini, sempre basandosi sui dati della Centrale dei Bilanci, riferiti stavolta al

⁽¹⁵⁾ Per le società che si quotavano, limitatamente al triennio successivo all'ingresso in Borsa, l'aliquota ridotta era pari al 7% mentre l'aliquota media era pari al 20%.

⁽¹⁶⁾ Con la legge finanziaria del 2001 venne anche previsto di estendere il sistema di tassazione a due aliquote anche alle imprese personali eliminando la penalizzazione derivante dal diverso regime giuridico e dall'eventuale applicazione di aliquote Irpef maggiori del 36%.

⁽¹⁷⁾ Si leggano le parole di Giannini: « [...] la DIT ha già cessato di manifestare i propri effetti dalla seconda metà del 2001, a seguito del "congelamento" della base di riferimento per il calcolo della remunerazione ordinaria agli incrementi effettuati entro il giugno 2001, previsto dalla legge n. 383/2001 ». Cfr. GIANNINI (2002, p. 369).

LORENZO FACCINCANI

quinquennio 1993-98, afferma che « the reform influenced, although to a limited extent, corporate financial behaviour in a way consistent with this aims » (STADERINI, 2001, p. 27). Uno studio del Servizio Consultivo ed Ispettivo Tributario (SECIT), riferito all'anno 1999, su un campione statistico di 480 mila dichiarazioni (230 mila di società di capitali, 100 mila di società di persone e 150 mila di imprese-persone fisiche) afferma che l'utilizzo della DIT, nel primo triennio di vita, abbia originato incrementi patrimoniali di un certo rilievo per circa 143 mila società di capitali ed incrementi quasi nulli per le altre due tipologie di imprese. Soffermandosi sulle società di capitali emerge che la quota delle imprese interessate dalla DIT sia aumentato al crescere della dimensione e sia stato relativamente maggiore nel nord Italia (SECIT, 2001). Le evidenze empiriche sembrerebbero quindi dimostrare una certa efficacia della DIT nell'indurre l'aumento della patrimonializzazione, anche se con riguardo alle aziende di grandi dimensioni e non all'universo delle imprese.

Il già citato d.lgs. n. 344/2003 (c.d. Riforma Ires) ha apportato delle modifiche di rilievo alla tassazione del reddito delle imprese in generale e, con riferimento al tema trattato in questa sede, alle norme aventi un impatto sulle scelte di finanziamento delle società italiane. È necessario porre in evidenza come la logica seguita dal legislatore nel dettare la riforma fiscale in oggetto sia completamente differente rispetto a quella che ha ispirato la riforma del 1997. Quest'ultima, infatti, aveva tra le sue finalità quella di indirizzare le decisioni di finanziamento delle imprese verso un maggior ricorso al capitale proprio per dare copertura ai fabbisogni finanziari; viceversa il decreto legislativo del 2003 non intendeva intervenire per incentivare una diminuzione dei quozienti di leva finanziaria bensì aveva come unico obiettivo di evitare lo sfruttamento ai fini fiscali della sottocapitalizzazione dell'impresa (AGENZIA DELLE ENTRATE, 2005, p. 1). A tal scopo erano fissate negli artt. 96, 97 e 98 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (T.u.i.r.), così come riformati dal d.lgs. n. 344/2003, delle limitazioni alla deducibilità degli interessi passivi; il legislatore aveva previsto un ordine di applicazione delle tre disposizioni stabilendo che dovevano innanzitutto applicarsi le norme dell'art. 98 (*Contrasto all'utilizzo della sottocapitalizzazione*), quindi l'art. 97 riguardante il pro rata patrimoniale e, in ultima istanza, l'art. 96 riferito al pro rata generale.

reform influenced, al-
al behaviour in a way
p. 27). Uno studio del
(SECIT), riferito al-
80 mila dichiarazioni
i società di persone e
na che l'utilizzo della
ato incrementi patri-
i società di capitali ed
logie di imprese. Sof-
che la quota delle im-
crescere della dimen-
nel nord Italia (SECIT,
ro quindi dimostrare
umento della patrimo-
ende di grandi dimen-

ma Ires) ha apportato
reddito delle imprese
to in questa sede, alle
ziamento delle società
e la logica seguita dal
oggetto sia completa-
spirato la riforma del
finalità quella di im-
mprese verso un mag-
rtura ai fabbisogni fi-
003 non intendeva in-
si quozienti di leva fi-
di evitare lo sfrutta-
ne dell'impresa (AGEN-
ano fissate negli artt.
i Redditi (T.u.i.r.), così
limitazioni alla dedu-
aveva previsto un or-
abilendo che dovevano
(*Contrasto all'utilizzo*
iguardante il pro rata
iferito al pro rata ge-

La cosiddetta *thin capitalization rule* si applicava alle imprese il cui volume di ricavi superava le soglie previste per l'applicazione degli studi di settore e faceva riferimento ai finanziamenti « derivanti da mutui, da depositi di denaro e da ogni altro rapporto di natura finanziaria »⁽¹⁸⁾ che erano, direttamente o indirettamente, erogati o garantiti da un socio qualificato o da una sua parte correlata⁽¹⁹⁾. Di particolare rilievo era l'inclusione nella norma sulla *thin capitalization* non solo dei finanziamenti ma anche delle garanzie prestate dal socio o da parti correlate, che potevano consistere in garanzie reali, quali pegno, ipoteca e privilegi, in garanzie personali, quali ad esempio la fideiussione e l'avallo, e anche in tutti quei comportamenti che, anche se non rientranti negli schemi negoziali tipici, concorrono a determinare il buon esito dell'erogazione del finanziamento⁽²⁰⁾ (AGENZIA DELLE ENTRATE, 2005, pp. 8-9). Tale rilievo era legato alla circostanza che, nel contesto italiano, le banche sono sovente disponibili a concedere credito alle imprese a patto che le operazioni siano direttamente garantite dal patrimonio personale dei soci o di parti correlate ai soci stessi (DE LAURENTIS, CASELLI, 2004, p. 156).

Tali finanziamenti, erogati o garantiti da soci qualificati, generavano un beneficio fiscale consistente nel fatto che gli interessi passivi abbattevano il reddito d'impresa tassabile; inoltre, nel caso di finanziamenti concessi direttamente, i corrispondenti interessi attivi in capo al socio beneficiavano solitamente di un'imposizione, variabile in funzione della modalità di finanziamento, più favorevole rispetto a quella sui dividendi. La normativa sulla capitalizzazione sottile aveva come finalità di eliminare tali vantaggi quando venivano superati determinati limiti⁽²¹⁾. Infatti, affinché

⁽¹⁸⁾ Vedi il comma 4 dell'abrogato art. 98 del T.u.i.r.

⁽¹⁹⁾ Si definiva qualificato il socio che direttamente o indirettamente controllava, ai sensi dell'art. 2359 c.c., il socio debitore o che partecipava al capitale sociale dello stesso debitore con una percentuale pari o superiore al 25% (alla determinazione di tale ultima percentuale concorrevano le partecipazioni detenute da sue parti correlate). Per parti correlate si faceva riferimento alle società controllate dal socio qualificato ai sensi del citato art. 2359 c.c. e, per il socio persona fisica, al coniuge, ai parenti entro il terzo grado e agli affini entro il secondo grado.

⁽²⁰⁾ L'Agenzia delle Entrate cita, come esempio di garanzie di fatto, le lettere di patronage.

⁽²¹⁾ Nell'impostazione della legge delega, la *thin capitalization* risultava ap-

LORENZO FACCINCANI

essa potesse trovare applicazione, si rivelava necessario verificare se risultassero soddisfatte due condizioni. Innanzitutto era richiesto che l'ammontare complessivo dei finanziamenti erogati o garantiti da soci qualificati o da loro parti correlate fosse superiore a quattro volte il patrimonio netto contabile di pertinenza dei soci qualificati e delle loro parti correlate. In aggiunta bisognava verificare se la consistenza media dei finanziamenti direttamente o indirettamente erogati o garantiti dal socio qualificato o da una sua parte correlata superasse di quattro volte la quota di patrimonio netto contabile di pertinenza del medesimo socio qualificato e delle sue parti correlate. Se ciò si verificava, gli interessi passivi sui finanziamenti eccedenti risultavano indeducibili, a meno che la società fornisse la dimostrazione che l'ammontare dei finanziamenti erogati o garantiti dai soci o dalle sue parti correlate fosse giustificato dall'effettiva capacità di ottenere credito con la sola garanzia del patrimonio sociale e che sarebbero stati concessi anche da terzi finanziatori. Per quel che riguarda la tassazione in capo al socio, gli interessi attivi corrispondenti alle remunerazioni dei finanziamenti erogati direttamente che eccedessero i citati limiti erano assimilati ad utili distribuiti⁽²²⁾. Con riferimento invece alle remunerazioni dei finanziamenti eccedenti erogati indirettamente o

plicabile ai finanziamenti concessi da persone fisiche residenti e da soci esteri anche diversi da persone fisiche, nel presupposto che quest'ultimi potessero realizzare, risiedendo in paesi a bassa fiscalità, un risparmio d'imposta attraverso il meccanismo del finanziamento in luogo del conferimento in capitale. Al fine di considerare i rilievi formulati dalla Corte di Giustizia con riferimento all'analogo regime in contemporanea introdotto in Germania, la *thin capitalization* fu resa applicabile sia ai finanziamenti erogati da soci esteri sia a quelli erogati da soci residenti indipendentemente dal fatto che la relativa remunerazione costituisse o meno reddito sottoposto a tassazione ordinaria per il socio finanziatore. Così come strutturata, la norma sulla capitalizzazione sottile conservava pertanto contenuto antielusivo nei confronti dei soci esteri e assumeva, nei confronti dei soci residenti che sottoponevano a tassazione ordinaria i corrispettivi del finanziamento, carattere dirigitico volto a spingere tali soci a capitalizzare le società partecipate. Cfr. ASSONIME (2006, p. 14).

⁽²²⁾ L'assimilazione degli interessi attivi agli utili distribuiti non valeva nell'ipotesi in cui il finanziamento fosse stato erogato ad una società di persone o a una società che avesse optato per il regime della tassazione per trasparenza in quanto gli interessi passivi indeducibili concorrevano a formare il reddito della società trasparente, che veniva imputato a ogni socio in proporzione alle rispettive quote di partecipazione.

a necessario verificare anzitutto era richiedimenti erogati o correlate fosse superiore di pertinenza dei soci giunta bisognava verifanti direttamente o inalficato o da una sua quota di patrimonio ocio qualificato e delle nteressi passivi sui fili, a meno che la soare dei finanziamenti correlate fosse giustito con la sola garanati concessi anche da tassazione in capo al remunerazioni dei fillessero i citati limiti riferimento invece alle ogati indirettamente o

solamente garantiti dai soci o dalle loro parti correlate, queste continuavano a mantenere la loro qualificazione originaria di interessi attivi e ad essere assoggettati a una doppia imposizione.

Il pro rata patrimoniale aveva come obiettivo di impedire la deducibilità integrale degli interessi passivi sui finanziamenti commisurati al valore contabile delle partecipazioni che beneficiavano del regime agevolato sulle plusvalenze, di cui all'art. 87 del T.u.i.r. (23). Era previsto, nel caso il valore di libro di tali partecipazioni eccedesse quello del patrimonio netto contabile della società, il calcolo di una percentuale di indeducibilità pari al rapporto tra tale eccedenza e il totale dell'attivo patrimoniale ridotto dello stesso patrimonio netto contabile e dei debiti commerciali. Tale percentuale veniva poi applicata agli interessi passivi che residuavano dopo l'applicazione della *thin capitalization*, determinando un importo che, una volta ridotto della quota imponibile dei dividendi percepiti relativi alle partecipazioni in oggetto, costituiva la quota indeducibile degli interessi passivi.

Infine il pro rata generale stabiliva che gli interessi passivi che residuavano dopo l'applicazione delle disposizioni sulla capitalizzazione sottile e sul pro rata patrimoniale fossero deducibili dal reddito d'impresa solamente per la parte corrispondente al rapporto tra l'ammontare dei ricavi e degli altri proventi che concor-

sidenti e da soci esteri an'ultimi potessero realizzare, osta attraverso il meccanismo. Al fine di considerare o all'analogo regime in con n fu resa applicabile sia ai i da soci residenti indipenituisse o meno reddito sott. Così come strutturata, la o contenuto antielusivo nei oci residenti che sottoponeamento, carattere dirigitico civate. Cfr. ASSONIME (2006,

distribuiti non valeva neluna società di persone o a sazione per trasparenza in formare il reddito della so-proporzione alle rispettive

(23) Il riferimento è al regime della *participation exemption*, tuttora in vigore, che ha come intento di far sì che il reddito prodotto dalla società venga tassato una sola volta in capo alla società produttrice e non anche in capo al socio che sia anch'esso un soggetto passivo Ires. Tuttavia, potendo le plusvalenze dipendere da circostanze di mercato e speculative e non dalla dimensioni degli utili non distribuiti, l'intassabilità è stata fissata a una percentuale delle plusvalenze pari, a partire dal 2008, al 95%. Inoltre per beneficiare dell'esenzione si devono rispettare quattro condizioni: *a)* deve trattarsi di partecipazioni possedute ininterrottamente negli ultimi 12 mesi antecedenti la cessione (il limite era di 18 mesi prima della legge finanziaria 2008); *b)* deve trattarsi di partecipazioni iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso; *c)* la società partecipata non deve avere residenza in uno Stato a fiscalità privilegiata; *d)* la società partecipata deve esercitare attività d'impresa con esclusione della configurabilità di tale requisito nel caso in cui abbia un patrimonio prevalentemente costituito da beni immobili diversi da quelli alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività d'impresa. I requisiti indicati alle lettere *c)* e *d)* devono sussistere, in maniera ininterrotta, dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo. Cfr. LA ROSA (2006, p. 100).

LORENZO FACCINCANI

revano a formare il reddito e l'ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi.

Dal breve *excursus* normativo effettuato, emerge come, per quanto riguarda il nostro Paese, l'imposizione societaria abbia quindi sempre accordato un rilevante beneficio fiscale all'indebitamento, parzialmente attenuato nel breve periodo in cui è rimasta in vigore la DIT, penalizzando di conseguenza il ricorso al capitale di rischio e incoraggiando un aumento dei *leverage* aziendali al fine di sfruttare la conseguente riduzione del costo del capitale. Ciò, tuttavia, ha contribuito parimenti a produrre uno stato di fragilità finanziaria delle imprese italiane favorendo la crisi delle stesse nel momento in cui la redditività operativa non è stata più in grado di fornire una copertura agli impegni finanziari assunti.

I più recenti dati disponibili dimostrano i tradizionali limiti delle strutture finanziarie delle imprese italiane, ovvero come risultati tuttora diffuso un ampio ed eccessivo ricorso all'indebitamento bancario con scadenza temporale breve per fornire copertura ai fabbisogni finanziari (FORESTIERI, 2007, pp. 2-3); tale prevalenza del debito a breve termine determina, tra l'altro, degli effetti negativi, quali una forte esposizione al rischio di variazione dei tassi di interesse e uno squilibrio tra fonti e impieghi (ONADO, 1994, p. 61)⁽²⁴⁾. I limiti in oggetto sembrano essere confermati anche dagli indicatori di leva finanziaria riferiti ai gruppi quotati non finanziari che, seppur in diminuzione, risultano essere ancora superiori rispetto alle *listed companies* tedesche e francesi (Consob, 2007, p. 3)⁽²⁵⁾.

È stato ipotizzato che, nonostante dalla seconda metà degli

(24) In proposito si leggano le parole di Onado, di validità ancora attuale, riprese dallo scritto citato: «[...] il sistema di finanziamento delle imprese italiane [deve] mutare radicalmente rispetto al passato e dimostrarsi in grado da un lato di aumentare l'offerta di capitale di rischio e dall'altro di trasformare debiti a breve in debiti a medio termine. Sono queste le condizioni fondamentali per avere strutture finanziarie più solide ed equilibrate».

(25) Il dato in oggetto è confermato anche dallo stralcio di seguito riportato della Relazione della Banca d'Italia relativa all'anno 2006: «Sulla base dei bilanci consolidati dei principali gruppi industriali quotati in borsa, nel 2006 la redditività è rimasta elevata e il grado di indebitamento ha continuato a ridursi; il *leverage* di queste società resta tuttavia più elevato, a parità di settore e dimensione, di quello delle imprese quotate negli altri paesi dell'area». Cfr. BANCA D'ITALIA (2007, p. 162).

complessivo di tutti i

to, emerge come, per
ione societaria abbia
cio fiscale all'indebita-
riodo in cui è rimasta
a il ricorso al capitale
leverage aziendali al
el costo del capitale.
lurre uno stato di fra-
vorendo la crisi delle
rativa non è stata più
gni finanziari assunti.
o i tradizionali limiti
liane, ovvero come ri-
o ricorso all'indebita-
ve per fornire coper-
7, pp. 2-3); tale preva-
tra l'altro, degli effetti
chio di variazione dei
i e impieghi (ONADO,
essere confermati an-
riti ai gruppi quotati
isultano essere ancora
sche e francesi (Con-

a seconda metà degli

validità ancora attuale, ri-
ento delle imprese italiane
strarsi in grado da un lato
i trasformare debiti a breve
idamentali per avere strut-

stralcio di seguito riportato
06: « Sulla base dei bilanci
rsa, nel 2006 la redditività
nuato a ridursi; il *leverage*
di settore e dimensione, di
». Cfr. BANCA D'ITALIA (2007,

anni novanta il sistema delle imprese abbia compiuto dei progressi verso modelli di *corporate finance* maggiormente equilibrati e sostenibili, la finanza abbia ricoperto un ruolo di rilievo nella crisi di competitività mostrata dalle aziende italiane negli ultimi dieci anni (FORESTIERI, 2006, p. 2).

In ragione delle specificità che contraddistinguono il caso italiano, risulta evidente la rilevanza di una normativa sulla *corporate taxation* che sia effettivamente in grado di contribuire alla determinazione di strutture finanziarie maggiormente capitalizzate, ovvero che incentivi le imprese a ricorrere maggiormente ai mezzi propri per finanziare gli investimenti nella consapevolezza che « il riequilibrio delle fonti di finanziamento a vantaggio del capitale di rischio costituisce un importante elemento di rottura del vincolo finanziario che di fatto ostacola la crescita in termini reali della pmi » (CASELLI, 1997, p. 87).

All'interno dello scenario descritto il legislatore è intervenuto introducendo delle novità contenute nella legge finanziaria 2008 la quale ha sancito l'abbassamento dell'aliquota Ires dal 33% al 27,5%⁽²⁶⁾ e l'allargamento della base imponibile mediante, tra l'altro, l'indeducibilità degli interessi passivi al ricorrere di certe condizioni. Tuttavia, prima di approfondire il meccanismo di indeducibilità citato, nel paragrafo che segue si ritiene utile evidenziare gli elementi più significativi dei diversi approcci che potevano essere adottati dal legislatore per garantire una maggior neutralità fiscale nelle scelte finanziarie d'azienda.

3. Neutralità fiscale nelle scelte finanziarie: analisi critica degli approcci utilizzabili.

— Un sistema tributario che non trascuri un desiderato impatto sulla competitività del sistema produttivo deve assicurare trattamenti neutrali che non interferiscano con le scelte fondamentali dell'impresa (CERIANI, 2006, p. 14); da tale affermazione si evince l'importanza di una tassazione societaria che non incentivi l'utilizzo del debito e che non accordi a quest'ultimo un beneficio fiscale rispetto al capitale di rischio. Si ritiene che l'obiettivo dell'imposizione societaria debba essere quello di evitare che le imprese ricorrano al debito con il fine pri-

(26) Anche l'aliquota Irap è stata abbassata dal 4,25% al 3,9%.

LORENZO FACCINCANI

mario, se non unico, di sfruttare lo scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile.

Al fine di porre in essere concretamente la finalità di una fiscalità neutra con riguardo alle decisioni di finanziamento, i principali approcci teorici ai quali si può far riferimento sono la *Comprehensive Business Income Tax* (CBIT), la *cash flow tax* e la già citata *Allowance for Corporate Equity* (ACE).

La CBIT è stata originariamente proposta dal *Department of the Treasury* statunitense nel 1992 e si concreta nell'eliminare il favore fiscale di cui gode il debito determinando l'imponibile come risultato di gestione al lordo degli interessi sull'indebitamento ed esentando la remunerazione del capitale proprio e di debito presso i percettori (ARONICA, DI MAJO, PAZIENZA, 1995, p. 187). Si tratta di un modello di imposizione che si avvicina concettualmente alla già vigente Irap; per entrambe infatti la base imponibile non prevede alcuna deduzione degli oneri finanziari realizzando in tal guisa una completa e assoluta neutralità rispetto alle scelte di finanziamento (ARACHI, 2006, p. 14)⁽²⁷⁾.

La proposta risulta decisamente valida sotto il profilo concettuale, in quanto è in grado di azzerare interamente la discriminazione tributaria tra mezzi propri e di terzi mediante l'eliminazione del beneficio fiscale del debito; se venisse realizzata, le imprese si troverebbero a compiere le scelte di *capital structure* non considerando il vantaggio della riduzione dell'imponibile, bensì solo le altre implicazioni, positive e negative, generate dalla decisione di indebitarsi. Tra gli aspetti da porre in risalto di una soluzione di tal specie si sottolinea quello che, essendo essa strutturata in modo da non prevedere un incentivo diretto a ricorrere al capitale proprio, si lascia piena libertà alle società di decidere il grado di leva finanziaria ritenuto ottimale.

La via dell'abolizione della deducibilità degli interessi passivi suscita tuttavia, negli ambiti accademici e non, delle perplessità e delle critiche. Secondo Giannini (1996, pp. 157-158) emergono, in

⁽²⁷⁾ Arachi identifica due differenze tra l'Irap e la CBIT: la prima consiste nel fatto che la base imponibile Irap comprende, oltre ai profitti e al rendimento del capitale, anche i redditi di lavoro pagati dall'impresa; la seconda è che per l'Irap risultano indifferenti tutti i guadagni su operazioni finanziarie mentre nella CBIT solo quelli derivanti da investimenti in altre entità già assoggettate alla CBIT.

fiscale derivante dalla
o imponibile.

e la finalità di una fi-
finanziamento, i prin-
cipali sono la *Com-
cash flow tax* e la già
().

sta dal *Department of
Treasury* nell'eliminare il
modo l'imponibile come
sull'indebitamento ed
proprio e di debito presso
(5, p. 187). Si tratta di
concettualmente alla già
imponibile non prevede
rilevando in tal guisa
alle scelte di finanzia-

sotto il profilo concet-
tualmente la discrimina-
zione mediante l'eliminazione
realizzata, le imprese si
structure non conside-
rabile, bensì solo le al-
timate dalla decisione di in-
trovare una soluzione di tal
strutturata in modo
riferire al capitale pro-
videre il grado di leva

degli interessi passivi
non, delle perplessità e
(57-158) emergono, in

La CBIT: la prima consiste
nei profitti e al rendimento
della società; la seconda è che per
le decisioni finanziarie mentre nella
legislazione già assoggettate alla

particolare, quattro limiti. Innanzitutto, viene rimarcato come, nel caso si adottasse un intervento parziale quale l'eliminazione della deducibilità degli interessi passivi solo se il *leverage* supera determinate soglie elevate, non si stimolerebbe il finanziamento con capitale proprio e, in aggiunta, si avrebbero delle difficoltà operative nel definire il grado di indebitamento oltre il quale far scomparire il vantaggio fiscale. Se invece si propendesse per la versione originaria della CBIT, vi sarebbe un onere troppo gravoso per le imprese altamente indebitate che si troverebbero a pagar imposte senza disporre degli utili necessari, con forte penalizzazione di quei settori che in passato hanno fatto ricorso più di altri al finanziamento di terzi. Da tale corretta osservazione emerge che, se si scegliesse di introdurre la CBIT nell'ordinamento, dovrebbe essere previsto un lungo periodo di non applicazione della norma. Tale indirizzo emerge del resto dallo stesso *report* del Dipartimento del Tesoro americano nel quale si può leggere che « it is not expected that implementation of CBIT would begin in the short term, and full implementation would likely be phased in over a period of about 10 years » (UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY, 1992, p. 39). Un altro limite che viene segnalato riguarda i rapporti internazionali in ragione del fatto che nella generalità dei Paesi gli interessi passivi sono deducibili dalla base imponibile del reddito d'impresa; eliminando o limitando la deducibilità degli interessi passivi solamente in Italia, vi sarebbe un aggravio di onere sui creditori esteri visto che le norme unilaterali e i trattati bilaterali contro le doppie imposizioni non prevedono la restituzione al creditore dell'imposta pagata in patria dal debitore. Infine, si evidenzia come dovrebbero essere emanate delle norme che evitino una doppia imposizione, non assoggettando, ad esempio, a tassazione gli interessi attivi incassati da un intermediario finanziario se le somme sono erogate da soggetti per i quali i corrispondenti interessi passivi sono indeducibili. Tali ultimi due rilievi non appaiono, in ogni caso, insormontabili visto che si ritengono risolvibili mediante la definizione di una normativa di chiusura che completi l'impianto della CBIT.

La ritrosia finora palesata dalle diverse legislazioni fiscali nei confronti del modello CBIT potrebbe essere soprattutto legata alla volontà di non svantaggiare le imprese più deboli che hanno maggiori gradi di indebitamento e quindi più alti oneri finanziari nei conti economici, togliendo loro il beneficio di pagare meno imposte

LORENZO FACCINCANI

grazie alla deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile. A tal proposito, una delle critiche mosse all'Irap è proprio quella di tassare anche le imprese che registrano una perdita d'esercizio, aggravandone di conseguenza le difficoltà.

Dall'analisi delle riforme fiscali recentemente realizzate a livello europeo, quali quelle della Germania e dell'Italia entrate in vigore nel 2008⁽²⁸⁾, si può comunque notare come esse siano indirizzate a limitare la deducibilità degli interessi passivi a condizione che si superino determinate soglie; si tratta di misure parziali, e come si vedrà in seguito non strutturate, a parer di chi scrive, nella maniera opportuna, che sembrerebbero tuttavia dimostrare una certa apertura verso soluzioni che presentano delle affinità con quanto sostenuto dai fautori della CBIT.

Per quanto riguarda la garanzia della neutralità delle fonti di finanziamento, il modello della *cash flow tax*, proposto da Meade in Gran Bretagna (MEADE, 1977) e dall'amministrazione Carter negli Stati Uniti (UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY, 1977), ricalca esattamente il meccanismo della CBIT, cioè stabilisce la non deducibilità degli interessi passivi; da essa, tuttavia, si differenzia in quanto prevede, da un lato, la tassazione dei flussi di cassa e non dei flussi di reddito, e, dall'altro, la deducibilità immediata del costo dei beni d'investimento, con conseguente eliminazione della deduzione degli ammortamenti. Tra i problemi individuati dalla letteratura riferiti a tale approccio, vi sono quelli di richiedere una sostanziale modifica delle abitudini contabili e di aumentare il divario, già allo stato attuale presente, tra risultato civilistico e imponibile (CORNELLI, 1998, pp. 52-53).

La proposta denominata ACE è basata su un meccanismo opposto a quello della CBIT e della *cash flow tax*; essa lascia inal-

⁽²⁸⁾ In Germania la riforma, entrata in vigore il 1° gennaio 2008, prevede che gli interessi siano deducibili fino alla soglia di un milione di euro, mentre la quota eccedente è deducibile solo fino al limite del 30% dell'EBITDA; la quota di interessi indeducibile in ciascun esercizio può essere riportata in avanti. In Danimarca è stata avanzata una proposta che prevede la deducibilità degli interessi passivi che superano 20 milioni di corone danesi a patto che siano soddisfatte due condizioni: una relativa al loro rendimento che non può superare un dato standard e l'altra relativa alla proporzione degli interessi sull'EBIT (se tale quota supera l'80% gli interessi eccedenti non sono deducibili con possibilità di riporto in avanti dell'eccedenza). Cfr. COMMISSIONE DI STUDIO SULLA IMPOSIZIONE FISCALE SULLE SOCIETÀ (2007, p. 117).

vi dalla base imponibile, l'irap è proprio registrato una perdita difficile.

mente realizzate a li- dell'Italia entrate in e come esse siano in- eressi passivi a condi- tratta di misure par- urate, a parer di chi rebbero tuttavia dimo- e presentano delle af- CBIT.

neutralità delle fonti di x, proposto da Meade nistrazione Carter ne- THE TREASURY, 1977), BIT, cioè stabilisce la ssa, tuttavia, si diffe- ssazione dei flussi di o, la deducibilità im- on conseguente elimi- . Tra i problemi indi- ccio, vi sono quelli di itudini contabili e di presente, tra risultato (2-53).

su un meccanismo op- tax; essa lascia inal-

l 1° gennaio 2008, prevede milione di euro, mentre la % dell'EBITDA; la quota di portata in avanti. In Dani- deducibilità degli interessi o che siano soddisfatte due superare un dato standard BIT (se tale quota supera sibilità di riporto in avanti : FISCALE SULLE SOCIETÀ (2007,

terato il principio della deducibilità degli oneri finanziari e com- pensa il beneficio fiscale del debito mediante la deduzione dall'im- ponibile di un costo figurativo legato agli incrementi del capitale di rischio. In altri termini risulta oggetto di tassazione solo la quota di profitto superiore a quella « normale ». Anche per tale so- luzione possono essere identificati una serie di risvolti negativi. Un aspetto problematico, *in primis*, è la fissazione del tasso di rendimento da applicare agli aumenti annuali di patrimonio netto (ARONICA, DI MAJO, PAZIENZA, 1995, p. 188)⁽²⁹⁾. Degli inconvenienti possono essere causati dalla diffusione degli strumenti finanziari ibridi che non risultano agevolmente classificabili nelle due cate- gorie debito-*equity*: dato che il meccanismo ACE prevede una netta separazione tra debito, con interessi completamente deducibili, e azioni, con deducibilità del costo imputato, può derivarne sia una penalizzazione per alcuni strumenti che potrebbero non usufruire né della deducibilità dei corrispettivi simili agli interessi né di eventuali corrispettivi commisurati agli utili, sia casi di doppia de- duzione con l'obbligo di introdurre norme antiarbitraggio (ARACHI, 2006, p. 13)⁽³⁰⁾. In aggiunta un'imposta sugli extraprofitti po- trebbe attuare una penalizzazione a danno degli investimenti ri- schiosi, costituendo un ostacolo allo sviluppo del paese (LECCISOTTI, 1997, p. 5)⁽³¹⁾.

⁽²⁹⁾ Ceriani cita il caso del Belgio dove, a partire dall'esercizio 2006, le so- cietà di capitali residenti e non residenti possono dedurre dal reddito imponibile il costo-opportunità del patrimonio netto calcolato facendo riferimento alla media dei rendimenti dei titoli di Stato belgi decennali rilevata nell'anno precedente, aumen- tato dello 0,5% per le PMI. Cfr. CERIANI (2006, pp. 24-25).

⁽³⁰⁾ Per risolvere il problema Arachi fa riferimento all'approccio proposto da Kleinbard (cfr. KLEINBARD, 2005) che propone di sostituire tutte le deduzioni per i costi del finanziamento con un'unica deduzione calcolata moltiplicando il tasso privo di rischio, quale ad esempio il tasso sui titoli di Stato, per il valore complessivo degli *assets* dell'impresa.

⁽³¹⁾ Nello scritto citato nel testo Leccisotti riporta le parole di Luigi Einaudi che nel 1953 affermò: « Le discriminazioni, per ammontare dei redditi, delle sin- gole imprese sono sempre brutte, ma dovendo e volendo discriminare si dovrebbe fare il rovescio, ossia tassare con aliquote più alte coloro che riescono a far pro- durre poco al capitale investito e con aliquote minori coloro che riescono, a parità di capitale, ad ottenere redditi più alti ». Nel senso di premiare con una minore imposizione chi riesce a realizzare degli extraprofitti va la proposta di Di Tanno che ipotizza una forma di imposizione « duale » in favore delle società che realiz-

LORENZO FACCINCANI

In questa sede si ritiene utile, al fine di trarne degli spunti di riflessione, analizzare anche le proposte indirizzate a favorire l'irrobustimento patrimoniale delle società italiane contenute nella relazione, redatta nel luglio 2007, dalla Commissione di Studio sulla imposizione fiscale sulle società (c.d. Commissione Biasco), appositamente costituita per avanzare delle proposte di modifica alla normativa contenuta nel d.lgs. n. 344/2003.

Dalla relazione finale redatta dalla Commissione emerge innanzitutto la consapevolezza di quanto sia importante una legislazione fiscale che favorisca la formazione di strutture finanziarie equilibrate, tramite l'aumento della capitalizzazione, con l'obiettivo di eliminare, o perlomeno attenuare, il vincolo alla crescita e allo sviluppo dell'industria italiana rappresentato dalle elevate leve finanziarie aziendali. In merito alle modalità con le quali tale scopo dovrebbe essere realizzato la Commissione ha avanzato due proposte (COMMISSIONE DI STUDIO SULLA IMPOSIZIONE FISCALE SULLE SOCIETÀ, 2007, pp. 50-72).

In primo luogo, il veicolo fondamentale per ridurre la diversità di trattamento tra indebitamento e capitale proprio è individuato nella diminuzione del carico fiscale sui redditi che derivano da un finanziamento con mezzi propri⁽³²⁾ con un dispositivo che

zino, per almeno due esercizi consecutivi, utili per importi superiori a determinate soglie medie e, contestualmente, reinvestano tali utili nell'attività produttiva, non distribuendoli, per un certo periodo ai propri soci, pena l'insorgere, al momento della precoce distribuzione, di un obbligo d'imposta pari alla differenza tra l'aliquota agevolata a suo tempo subita e l'aliquota piena che sarebbe stata invece applicabile *pro tempore* al momento della realizzazione del reddito agevolato. Il maggior reddito conseguito rispetto a una soglia fissata potrebbe scontare un'aliquota agevolata, eventualmente modulabile anno per anno sulla base delle contingenti disponibilità erariali, e l'utile netto dovrebbe essere accantonato in una riserva in sospensione d'imposta, tassabile in capo alla società con aliquota pari alla differenza « risparmiata » in tutti i casi di utilizzi diversi dal mantenimento nel patrimonio netto. Il vincolo di sospensione potrebbe essere limitato nel tempo, con termine medio lungo (esempio 10 anni) in modo tale che la distribuzione seguente a tale periodo non sconti ulteriore imposizione in capo alla società « virtuosa ». Cfr. DI TANNO (2006, p. 9).

(32) Per un ripristino del sistema DIT si sono pronunciati, nel corso delle audizioni, Assonime, Banca d'Italia, Borsa Italiana, Casartigiani, la Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa, il Comitato Promotore del Mercato Alternativo dei Capitali, Confapi, Confartigianato, Confcommercio, Confcooperative, Confesercenti, Confindustria, Lega delle Cooperative e, tra gli esperti, Arachi, Di Tanno, Fantozzi, Longobardi e Manzitti.

di trarne degli spunti indirizzate a favorire aliquote contenute nella Commissione di Studio Commissione Biasco), proposte di modifica 2003.

Commissione emerge innanzitutto una legislazione di norme finanziarie equilibrate, con l'obiettivo di eliminare la crescita e allo sviluppo di leve finanziarie di tale scopo dovrebbe essere due proposte (COMMISSIONE SOCIETÀ, 2007, pp. 50-72). La prima per ridurre la diversità di redditi che derivano da un dispositivo che

porti superiori a determinate nell'attività produttiva, non si insorgere, al momento pari alla differenza tra l'aliquota sarebbe stata invece applicata al reddito agevolato. Il magistero dovrebbe scontare un'aliquota sulla base delle contingenti di imputazione in una riserva in cui l'aliquota pari alla differenza al mantenimento nel patrimonio nel tempo, con terza distribuzione seguente alla società « virtuosa ». Cfr.

pronunciati, nel corso delle riunioni, la Confederazione italiana, il Comitato Promotore Nazionale, Confcommercio, Confcooperative e, tra gli esperti,

preveda, a differenza della riforma del 1997 e in accordo con il modello ACE, l'esclusione dalla base imponibile di quanto corrisponde al rendimento figurativo degli apporti di capitale. Secondo quanto affermato dalla Commissione, il tasso di interesse figurativo dovrebbe essere stabilito annualmente facendo riferimento ai rendimenti obbligazionari a lungo termine e dovrebbe trovare applicazione con riguardo non allo stock di patrimonio netto bensì ai nuovi apporti di capitale da parte dei soci e all'autofinanziamento. Tale tasso potrebbe essere innalzato, per un periodo di tre anni, per quelle imprese che ricorressero alla quotazione. Per evitare che la remunerazione ordinaria, esentata completamente da tassazione, generi un'eccessiva diversità tra le imprese, è considerato opportuno che operi un *plafond* al di sotto del quale l'aliquota media non debba scendere. Per la quota di utili che non potesse beneficiare dell'agevolazione, in quanto il risultato d'esercizio fosse inferiore alla remunerazione ordinaria o la società fosse in perdita o perché si fosse incontrato il vincolo dell'aliquota minima, dovrebbe essere previsto, per un dato periodo, il riporto di tali utili.

Dalle note di cui sopra, si evince che un corretto funzionamento del sistema ACE richiede che il legislatore presti una particolare attenzione alla determinazione della percentuale da applicare agli incrementi di patrimonio netto per calcolarne il rendimento figurativo e del *plafond* al di sotto del quale la tassazione non deve scendere. Tali parametri devono essere opportunamente calibrati tenendo presente la necessità che l'agevolazione risulti conveniente non solo per le società di grandi dimensioni bensì per la maggioranza delle imprese.

Affinché si possa incrementare il grado di neutralità fiscale viene proposto, in congiunzione con il premio alla capitalizzazione, una modifica della disposizione di *thin capitalization*, prevista dalla riforma del 2003, in modo da renderla applicabile all'universo delle imprese non finanziarie e all'indebitamento totale. Nella relazione viene esposto un algoritmo con il quale, oltre una certa soglia del rapporto debito/patrimonio netto, la quota di interessi netti deducibili si riduce in modo continuo e progressivo con percentuali di indeducibilità che crescono all'aumentare del *leverage*. In sostanza con un sistema di tal specie una riduzione del grado di indebitamento determinerebbe, per l'impresa che lo

LORENZO FACCINCANI

attuasse, una maggior deducibilità degli interessi passivi⁽³³⁾. L'attuazione pratica di tale modello richiede la definizione da parte del legislatore sia del livello di franchigia del rapporto tra debito e *equity* sotto il quale gli interessi sono interamente deducibili, sia del grado di crescita della quota di indeducibilità in relazione all'aumentare del rapporto debito/patrimonio netto, a partire da quello di franchigia.

Inoltre, la Commissione ribadisce l'esigenza di confermare delle norme che contrastino quei comportamenti elusivi posti in essere dai soci qualificati con il fine di sfruttare la sottocapitalizzazione della società, nel momento in cui viene superata una determinata soglia di indebitamento verso gli stessi soci qualificati o le loro parti correlate. Tali norme dovrebbero affiancarsi a quelle previste per favorire l'aumento della capitalizzazione delle società.

Dalle proposte della Commissione emerge l'idea che la leva fiscale debba operare per favorire il riequilibrio delle fonti di finanziamento, non risultando accettabile che il ricorso al debito venga premiato con una minor imposizione. Il grado di indebitamento elevato delle imprese italiane, causato anche dai benefici accordati dalla normativa tributaria, condiziona « negativamente le prospettive di profittabilità delle imprese, rendendo meno ampio il set delle opportunità di investimento » (UNICREDIT BANCA D'IMPRESA, 2004, p. 21). Positivo è il giudizio anche sulla volontà di fissare dei meccanismi anti-elusivi rivolti a evitare che i soci, allo scopo di sfruttare benefici fiscali, apportino risorse a titolo di debito oppure forniscano garanzie alle banche finanziatrici invece di finanziare la società sotto forma di *equity*.

Si intravedono tuttavia alcune zone d'ombra in relazione ai meccanismi disegnati nella relazione della Commissione per conseguire la finalità di rafforzare patrimonialmente le imprese. Specificamente non sembra opportuna la previsione di una limitata deducibilità degli interessi passivi, una volta che risultino superate determinate soglie riferite al rapporto di leva finanziaria; ciò per due principali motivazioni. La prima è proprio individuabile nella

(33) La Commissione afferma che potrebbero essere ipotizzate, in alternativa al meccanismo di non deducibilità degli interessi oltre una certa soglia del rapporto debito/patrimonio netto, una soluzione che preveda la parziale indeducibilità degli interessi passivi o combinando tra loro diversi indicatori o se si supera una certa soglia del rapporto interessi passivi/*Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT).

interessi passivi⁽³³⁾. L'attribuzione da parte del rapporto tra debito e capitale deducibili, sia in relazione al debito netto, a partire da

l'igenza di confermare i benefici elusivi posti in essere la sottocapitalizzazione superata una determinata soglia di indebitamento dai benefici accordati in relazione alle prospettive delle società.

La idea che la leva finanziaria delle fonti di finanziamento al debito venga regolata in modo da evitare l'ado di indebitamento eccessivo dai benefici accordati in relazione alle prospettive delle società. L'idea di una limitata deducibilità del debito è contenuta nella legge finanziaria 2008, soffermandosi, in particolare, sui potenziali impatti in termini di stimolo all'irrobustimento patrimoniale delle imprese.

La Commissione per le riforme ha presentato una proposta di legge finanziaria che prevede una limitata deducibilità del debito a titolo di debito operativo invece di finanziamento. La proposta di legge finanziaria, che prevede una limitata deducibilità del debito a titolo di debito operativo invece di finanziamento, è contenuta nella legge finanziaria 2008, soffermandosi, in particolare, sui potenziali impatti in termini di stimolo all'irrobustimento patrimoniale delle imprese.

La proposta di legge finanziaria, che prevede una limitata deducibilità del debito a titolo di debito operativo invece di finanziamento, è contenuta nella legge finanziaria 2008, soffermandosi, in particolare, sui potenziali impatti in termini di stimolo all'irrobustimento patrimoniale delle imprese.

più volte ribadita particolare conformazione delle strutture finanziarie delle società italiane, con la presenza di leve finanziarie elevate in ragione di legittime, anche se non sempre opportune, strategie di *tax planning* adottate in passato. Di tale problema, del resto, sembra conscia la stessa Commissione nel punto della relazione in cui afferma che « lo schema dovrà essere introdotto con la necessaria gradualità al fine di assicurare un impatto graduale del nuovo regime sulle imprese » (COMMISSIONE DI STUDIO SULLA IMPOSTAZIONE FISCALE SULLE SOCIETÀ, 2007, p. 60). La seconda è l'eccessiva e non comprensibile discrezionalità che il legislatore avrebbe nello scegliere il livello di rapporto *debt/equity* oltre il quale far scattare la penalizzazione; si è dell'avviso che una soglia unica e immutabile per tutte le aziende si scontri con il principio secondo il quale il rapporto ottimale tra capitale proprio e capitale di credito è mutevole nel tempo, diverge da settore a settore e cambia tra impresa e impresa (DALLOCCHIO, SALVI, 2004, p. 461). Del resto, non è nemmeno considerato fattibile stabilire dei rapporti di leva finanziaria, oltre i quali rendere in deducibili gli interessi passivi, differenziati per settore economico di appartenenza oppure secondo altri parametri.

Tra le diverse opzioni possibili per modificare la normativa fiscale, il legislatore ha scelto di non attuare le proposte della Commissione bensì di introdurre una norma che fissa la parziale in deducibilità degli interessi passivi se questi oltrepassano una percentuale riferita a un risultato intermedio di conto economico. Scopo principale delle note seguenti è approfondire tale novità fiscale, contenuta nella legge finanziaria 2008, soffermandosi, in particolare, sui potenziali impatti in termini di stimolo all'irrobustimento patrimoniale delle imprese.

4. Il nuovo art. 96 del T.u.i.r.: l'ineducibilità degli interessi passivi è un incentivo alla capitalizzazione? — Il nuovo art. 96 del T.u.i.r., così come previsto dalla legge finanziaria 2008, introduce un meccanismo, applicabile solo alle imprese non finanziarie⁽³⁴⁾ che non siano società di persone o ditte indi-

⁽³⁴⁾ La disposizione non si applica, come indicato nel comma 5 dell'art. 96 del T.u.i.r. alle banche e agli altri soggetti finanziari indicati nell'art. 1 del d.lgs. n. 87/1992, con l'eccezione delle società che esercitano in via esclusiva o prevalente

LORENZO FACCINCANI

viduali, secondo il quale gli interessi passivi e gli oneri assimilati, al netto degli interessi attivi e dei proventi assimilati⁽³⁵⁾ (d'ora in poi OFN), sono deducibili solamente nel limite del 30% di una configurazione di risultato reddituale denominata risultato operativo lordo della gestione caratteristica (d'ora in poi ROL). Quest'ultimo è individuato nella differenza tra il valore e i costi della produzione di cui al primo comma lettera A) e B) dell'art. 2425 c.c., con esclusione delle voci riguardanti gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali e dei canoni di locazione finan-

L'attività di assunzione di partecipazioni in società esercenti attività diversa da quella creditizia o finanziaria, alle imprese di assicurazione e alle società capogruppo di gruppi bancari e assicurativi. Inoltre la norma sull'indeducibilità degli interessi passivi non si applica ad alcuni soggetti operanti nel settore delle opere pubbliche, alle società di *project financing*, alle società per l'esercizio di interporti e a quelle partecipate da enti pubblici, che costruiscono o gestiscono impianti per la fornitura di acqua, energia e teleriscaldamento, nonché impianti per lo smaltimento e depurazione. A tal proposito, si può ipotizzare che l'esonero dall'applicazione del meccanismo di indeducibilità previsto per le *multiutilities* controllate da enti pubblici corra il rischio di essere considerato, ai sensi dell'art. 87 del Trattato istitutivo della Comunità europea, come aiuto di Stato che falsa la concorrenza sul mercato comune.

⁽³⁵⁾ In particolare, nel comma 3 dell'art. 96 del T.u.i.r., è affermato che assumono rilevanza « gli interessi passivi e gli interessi attivi, nonché gli oneri e i proventi assimilati, derivanti da contratti di mutuo, da contratti di locazione finanziaria, dall'emissione di obbligazioni e titoli similari e da ogni altro rapporto avente causa finanziaria, con esclusione degli interessi impliciti derivanti da debiti di natura commerciale e inclusioni, tra gli attivi, di quelli derivanti da crediti della stessa natura. Nei confronti dei soggetti operanti con la pubblica amministrazione, si considerano interessi attivi rilevanti ai soli effetti del presente articolo anche quelli virtuali, calcolati al tasso ufficiale di riferimento aumentato di un punto, ricollegabili al ritardato pagamento dei corrispettivi ». Non rientrano nel computo anche gli interessi passivi, compresi nel costo dei beni ai sensi dal comma 1, lett. b), dell'art. 110 del T.u.i.r. Tale comma afferma: « [...] per i beni materiali e immateriali strumentali per l'esercizio dell'impresa si comprendono nel costo gli interessi passivi iscritti in bilancio ad aumento del costo stesso per effetto di disposizioni di legge. Nel costo di fabbricazione si possono aggiungere con gli stessi criteri anche i costi diversi da quelli direttamente imputabili al prodotto; per gli immobili alla cui produzione è diretta l'attività dell'impresa si comprendono nel costo gli interessi passivi sui prestiti contratti per la loro costruzione o ristrutturazione ». Si tenga presente, in aggiunta, che non rientrano nel calcolo quegli interessi passivi già resi indeducibili in seguito all'applicazione dell'art. 90; comma 2, e dei commi 7 e 10 dell'art. 110 del T.u.i.r., dell'art. 3, comma 115 della legge n. 549/1995 in materia di interessi su titoli obbligazionari, e dell'art. 1, comma 465, della legge n. 311/2004 in materia di interessi su prestiti dei soci delle società cooperative.

LORENZO FACCINCANI

T.u.i.r. è che esso produrrà effetti solamente sulle società di capitali, visto che risultano escluse dall'ambito di applicazione della norma le società di persone e le imprese individuali. Per tali imprese, è comunque doveroso porre in risalto come la legge finanziaria 2008 sia intervenuta con due disposizioni che potranno produrre degli effetti sulle loro scelte di struttura finanziaria. In primo luogo è stato inserito un nuovo art. 61 del T.u.i.r. che richiede, a differenza della disciplina precedentemente in vigore, la presenza della condizione di inerenza al fine di consentire la deducibilità degli interessi passivi. In altri termini, gli interessi passivi possono essere interamente dedotti a patto che risultino sostenuti nell'esercizio d'impresa e si riferiscano ad attività o operazioni da cui derivano ricavi che concorrono a determinare il reddito imponibile, non essendo viceversa più solo sufficiente che siano relativi all'acquisizione di capitali da parte dell'impresa e siano stati da questa sostenuti. Inoltre, è previsto, come forma di incentivo alla capitalizzazione, che le persone fisiche titolari di redditi d'impresa e di redditi da partecipazione in società in nome collettivo e in società in accomandita semplice residenti nel territorio dello Stato possano scegliere di assoggettare tali redditi a tassazione separata con l'aliquota del 27,5%, anziché quella progressiva in capo ai soci, a patto che i redditi prodotti ovvero imputati per trasparenza non siano prelevati o distribuiti⁽³⁷⁾. In caso di successivo prelievo o distribuzione, i redditi soggetti a tassazione separata concorrono a formare il reddito complessivo imponibile e l'imposta già versata si scomputa dall'imposta che corrisponde ai redditi prelevati o distribuiti.

Sull'art. 96 del T.u.i.r. si nutrono inoltre dei dubbi sulla coerenza esistente tra la finalità di incentivare la capitalizzazione delle società italiane e i meccanismi con i quali nella pratica realizzare tale obiettivo. Infatti i valori dell'indice OFN/ROL, sul quale la normativa si concentra per indurre le imprese a capitalizzarsi maggiormente, risultano indipendenti dall'andamento dei *ratios* comunemente utilizzati per misurare il grado di indebitamento complessivo (passività totali/patrimonio netto) e quello esplicitamente oneroso (debiti finanziari/patrimonio netto).

⁽³⁷⁾ Tale opzione non è esercitabile da quelle imprese o società che sono in contabilità semplificata.

te sulle società di capi-
to di applicazione della
individuali. Per tali im-
to come la legge finan-
zioni che potranno pro-
ruttura finanziaria. In
t. 61 del T.u.i.r. che ri-
lentemente in vigore, la
ine di consentire la de-
termini, gli interessi pas-
atto che risultino soste-
ad attività o operazioni
terminare il reddito im-
efficiente che siano rela-
all'impresa e siano stati
come forma di incentivo
titolari di redditi d'im-
età in nome collettivo e
enti nel territorio dello
redditi a tassazione se-
ella progressiva in capo
ro imputati per traspa-
. In caso di successivo
a tassazione separata
imponibile e l'imposta
corrisponde ai redditi

re dei dubbi sulla coe-
are la capitalizzazione
quali nella pratica rea-
l'indice OFN/ROL, sul
re le imprese a capita-
nti dall'andamento dei
e il grado di indebita-
io netto) e quello espli-
nio netto).

L'assenza di un legame tra OFN/ROL e gli indici di indebitamento può, in primo luogo, essere dovuta a un'alta redditività, espressa dal ROL, in grado di fornire una copertura agli impegni finanziari assunti. Ciò tuttavia non indica che la società presenta una struttura finanziaria adeguatamente capitalizzata bensì esclusivamente che, in ragione delle proprie capacità di reddito, è in grado di sostenere l'onerosità dell'indebitamento; in presenza di uno stato di equilibrio reddituale, è possibile che siano già presenti degli squilibri finanziari potenzialmente capaci di causare dei seri danni alla società non appena la redditività operativa subisce una flessione. In altri termini, le società con un rapporto tra OFN e ROL inferiore al 30%, che implicitamente l'art. 96 del T.u.i.r. considera adeguatamente capitalizzate permettendo la totale deducibilità degli interessi passivi, potrebbero invece denotare degli elevati *leverage*, ovvero manifestare degli squilibri sotto il profilo della struttura finanziaria.

Oltre a una soddisfacente redditività in grado di coprire gli oneri finanziari, una seconda motivazione che può giustificare l'assenza di collegamento tra OFN/ROL e indebitamento aziendale è legata all'eventualità che i creditori applichino dei bassi tassi d'interesse nei finanziamenti concessi all'impresa, anche se questa presenta una struttura finanziaria squilibrata. Le condizioni finanziarie d'azienda infatti rappresentano solo una delle determinanti che influenzano il *pricing* applicato dai creditori all'impresa⁽³⁸⁾. Altri fattori quali, ad esempio, la dimensione del prestito, il peso della relazione di clientela, la presenza di garanzie e il confronto concorrenziale tra le diverse banche nel mercato dei prestiti possono portare all'applicazione di ridotti tassi d'interesse anche se l'indebitamento risulta elevato. In definitiva, in una situazione di disequilibrio finanziario, il rapporto OFN/ROL può assumere livelli inferiori al 30% non solo in ragione di un'alta redditività ma anche a causa di un ridotto peso degli oneri finanziari.

In questa sede si ritiene utile valutare anche i possibili casi in cui le società manifestino valori di OFN/ROL maggiori del 30% a causa di un basso livello del denominatore del rapporto in parola anziché di un eccessivo indebitamento. In conseguenza della

⁽³⁸⁾ Sul *pricing* dei prestiti bancari vedi CENNI, CORIGLIANO, FERRETTI, TORLUCCIO (1998, pp. 41-145) e DE LAURENTIS (2001).

LORENZO FACCINCANI

scelta compiuta dal legislatore fiscale, un ridotto ROL può condurre a una parziale indeducibilità degli interessi passivi, anche quando la gestione finanziaria non mostra segnali di squilibrio; tale svantaggio risulta solo in parte attenuato dalla possibilità di riportare l'eccedenza indeducibile nei periodi d'imposta successivi sempre che in tali periodi il ROL risulti maggiore del 30% degli OFN di competenza.

Nello specifico, possono caratterizzarsi per limitati margini di ROL quelle società che hanno un'elevata incidenza dei costi delle materie prime o dei costi del personale sul totale del fatturato; sono da comprendere in tale categoria le imprese commerciali e le imprese industriali a basso grado di integrazione verticale che rischiano perciò di subire gli effetti negativi della riforma in misura maggiore rispetto ad altre.

Anche le *holding* pure non finanziarie, ovvero le società capogruppo che svolgono funzioni di pianificazione, finanza e controllo ma non di tipo operativo, possono presentare valori del ROL insufficienti a garantire la piena deducibilità degli interessi passivi. Ciò è dovuto al fatto che i proventi da partecipazione percepiti da tali società, pur rientrando in quella che è la loro attività caratteristica, non alimentano il ROL dovendo essere contabilizzati, in rispetto al Principio Contabile n. 1 dell'Organismo Italiano di Contabilità, nella macroclasse C) di conto economico. Come conseguenza finale, gli interessi passivi risulteranno indeducibili dal reddito d'impresa.

La medesima problematica, appena analizzata per le *holding* pure, si può presentare nell'ambito delle operazioni di *Leveraged Buy Out* (LBO). Si ricorda come tali operazioni siano finalizzate all'acquisizione di una società *target* mediante ampio ricorso al capitale di prestito contratto da una società veicolo, definita *Newco*, appositamente costituita; il debito per l'acquisto della *target* viene successivamente rimborsato con i flussi monetari prodotti dalla *target* e/o con l'alienazione dei beni della stessa (REBOA, 2003, p. 1204). Con la tecnica in oggetto la *Newco*, quindi, percepisce dividendi che non concorrono a formare il ROL e non può beneficiare della deducibilità degli interessi passivi sostenuti per l'acquisizione della *target* ⁽³⁹⁾.

(39) Un disincentivo fiscale alla tecnica del LBO era, del resto, costituito an-

LORENZO FACCINCANI

di oneri impliciti e espliciti, pari a 500; entrambe le società non presentano né oneri assimilati agli interessi passivi, né interessi attivi e proventi assimilati. Gli oneri espliciti sono invece di diverso ammontare: 300 per Alfa e 200 per Gamma. Sulla base di tali dati, il rapporto OFN/ROL di Alfa è pari a 300/800, ovvero 37,5% mentre quello di Gamma è pari a 200/700, ovvero 28,57%. Con un'aliquota Ires del 27,5% e ipotizzando che non vi siano altre componenti positive e negative che entrano nel calcolo della base imponibile, il reddito al netto delle imposte di Alfa e Gamma è dato da:

Tab. 1. *Determinazione del reddito netto d'imposta di Alfa e Gamma.*

	<i>Alfa</i>	<i>Gamma</i>
ROL al lordo degli oneri impliciti	1000	1000
Oneri impliciti	200	300
ROL	800	700
Interessi passivi deducibili (30% di 800)	240	200
Base imponibile	560	500
Imposte Ires (27,5%)	154	137,5
	406	
Interessi passivi indeducibili	60	
Reddito netto d'imposta	346	362,5

Come si può notare, il reddito netto d'imposta è più elevato per la società Gamma, che può sfruttare la completa deducibilità degli interessi passivi al contrario di Alfa che presenta un rapporto OFN/ROL superiore al 30%. Di conseguenza si può supporre che le imprese potrebbero decidere di privilegiare il sostenimento di oneri impliciti, che risultano sempre deducibili, in luogo di quelli espliciti che beneficiano dello scudo fiscale solo se non viene oltrepassato il limite del 30% previsto. Infatti, nonostante gli oneri impliciti diminuiscano l'ammontare del ROL e gli oneri espliciti aumentino il livello degli OFN, a parità di altre condizioni gli effetti prodotti sul rapporto OFN/ROL non risultano identici. È da tener presente, in ogni caso, che la possibilità di finanziarsi tra-

entrambe le società non
 ssi passivi, né interessi
 liciti sono invece di di-
 Gamma. Sulla base di
 pari a 300/800, ovvero
 200/700, ovvero 28,57%.
 do che non vi siano al-
 trano nel calcolo della
 poste di Alfa e Gamma

Alfa e Gamma.

	Alfa	Gamma
	1000	1000
	200	300
	800	700
	240	200
	560	500
	154	137,5
	406	
	60	
	346	362,5

d'imposta è più elevato
 la completa deducibilità
 che presenta un rap-
 guenza si può supporre
 ilegiare il sostenimento
 deducibili, in luogo di
 iscale solo se non viene
 tti, nonostante gli oneri
 OL e gli oneri espliciti
 i altre condizioni gli ef-
 risultano identici. È da
 ilità di finanziarsi tra-

mite debito commerciale, in luogo di quello finanziario, trovi degli
 ostacoli nell'effettiva capacità dell'impresa di ottenere dilazioni
 contrattuali dai propri fornitori; tale capacità risulta legata a una
 serie di fattori esterni e interni all'impresa quali, tra gli altri, l'an-
 damento della congiuntura economica, la struttura del mercato, le
 caratteristiche del settore industriale di appartenenza, l'età e la
 dimensione aziendale (NAVA, 1991, pp. 274-280).

È da rimarcare, in aggiunta, che, essendo previsto che la
 norma trovi applicazione a decorrere dal periodo d'imposta succes-
 sivo a quello in corso al 31 dicembre 2007⁽⁴¹⁾, potranno essere
 danneggiate quelle società che hanno fatto affidamento, nelle pro-
 prie decisioni di struttura finanziaria, sulla deducibilità integrale
 degli interessi passivi, se non ricorrevano i presupposti per l'appli-
 cazione della *thin capitalization*, del pro rata patrimoniale o del
 pro rata generale. Per tali società, l'allargamento della base impo-
 nibile conseguente alla nuova versione dell'art. 96 potrebbe portare
 ad aumentare il carico impositivo, nonostante la riduzione dell'ali-
 quota Ires dal 33% al 27,5%.

Al fine di verificare sia i potenziali impatti della citata dispo-
 sizione sulle società di capitali italiane sia la correttezza dei ra-
 gionamenti sopra effettuati, è stata realizzata una ricerca su oltre
 170.000 imprese costituite nella forma di società per azioni, società
 in accomandita per azioni e società a responsabilità limitata⁽⁴²⁾.
 Oggetto di analisi sono stati i bilanci d'esercizio, redatti in forma
 ordinaria, relativi agli anni 2004, 2005 e 2006⁽⁴³⁾ estratti dal da-
 tabase AIDA⁽⁴⁴⁾. Nella formazione del campione, si è scelto di con-
 siderare solamente le società di cui si hanno a disposizione i bi-
 lanci di tutti e tre gli anni indicati. Il numero di osservazioni to-

⁽⁴¹⁾ Si tenga presente che, al comma 2 dell'art. 3 della legge finanziaria
 2008, è previsto che, per il primo e il secondo d'imposta di applicazione, il limite
 di deducibilità degli interessi passivi è aumentato di un importo pari, rispettiva-
 mente, a € 10.000 e a € 5.000.

⁽⁴²⁾ Riferendosi alla classificazione ATECO sono state escluse le società di
 capitali rientranti nella classe J. *Attività finanziarie*, L. *Amministrazione pubblica*,
 P. *Attività svolte da famiglie e convivenze* e Q. *Organizzazione e organismi territo-
 riali*.

⁽⁴³⁾ Per tale anno sono state considerate solamente le imprese per le quali,
 ad ottobre 2007, era disponibile il bilancio 2006.

⁽⁴⁴⁾ Il database AIDA (Analisi Informatizzata Delle Aziende) è realizzato da
 Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP).

LORENZO FACCINCANI

tali, suddivise a seconda della classe di fatturato di appartenenza, è indicato nella tabella di seguito riportata (Tab. 2); si può notare come la maggioranza delle imprese incluse nel campione sia di piccola dimensione, con un fatturato inferiore a 10 milioni di euro.

TAB. 2. Numero di osservazioni ripartito per classi di fatturato.

<i>Classe di fatturato</i>	<i>Frequenza</i>	<i>Percentuale</i>
< = 10 milioni di euro	553.627	91,47
Compresa tra 10 e 50 milioni di euro	42.966	7,1
> 50 milioni di euro	8.675	1,43
	605.268	100

Un limite della ricerca riguarda il fatto che il ROL è stato calcolato sommando alla differenza tra la macroclasse A) e B) di conto economico solo gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali e non i canoni di locazione finanziaria. Le ragioni di tale scelta derivano dal fatto che questi ultimi, nella maggioranza delle società italiane, vengono contabilizzati adottando il cosiddetto metodo patrimoniale (Mosconi, 2007, p. 239); tale metodo prevede che i canoni periodici corrisposti siano iscritti alla voce B. 8. Costi per godimento beni di terzi, nella quale sono compresi altri componenti negativi di reddito, tra i quali i canoni del leasing operativo. Di conseguenza non è possibile distinguere, sulla base dei soli dati di conto economico riportati nel database utilizzato, l'ammontare dei canoni di locazione finanziaria rispetto agli altri costi che rientrano nella medesima voce.

Gli interessi passivi e gli oneri assimilati, al netto degli interessi attivi e dei proventi assimilati, sono stati posti pari al totale, in valore assoluto, della macroclasse C) « Proventi e oneri finanziari » del conto economico *ex art.* 2425 c.c.⁽⁴⁵⁾. Anche tale scelta

⁽⁴⁵⁾ La scelta di considerare la macroclasse C) di conto economico è stata fatta considerando che nella relazione tecnica al disegno di legge è affermato che gli interessi passivi sono stati stimati a partire dai dati indicati nel prospetto del conto economico del quadro RS del modello Unico 2005 Società di capitali, anno di imposta 2004 (RELAZIONE TECNICA AL DISEGNO DI LEGGE, 2007, p. 215).

rturato di appartenenza,
a (Tab. 2); si può notare
nel campione sia di pic-
e a 10 milioni di euro.

li fatturato.

	Frequenza	Percentuale
	553.627	91,47
	42.966	7,1
	8.675	1,43
	605.268	100

utto che il ROL è stato
macroclasse A) e B) di
lle immobilizzazioni ma-
zione finanziaria. Le ra-
questi ultimi, nella mag-
ntabilizzati adottando il
2007, p. 239); tale me-
posti siano iscritti alla
i, nella quale sono com-
tra i quali i canoni del
ssibile distinguere, sulla
tati nel database utiliz-
finanziaria rispetto agli
oce.

lati, al netto degli inte-
stati posti pari al totale,
Proventi e oneri finan-
c. (45). Anche tale scelta

comporta dei limiti. Il primo concerne il fatto che gli OFN risul-
tano sottovalutati rispetto a quelli determinabili prendendo come
riferimento il nuovo art. 96 del T.u.i.r. in quanto quelle società che
contabilizzano i canoni di leasing finanziario col metodo patrimoniale
non indicano all'interno della macroclasse C) gli interessi
passivi inclusi nei canoni stessi. Il secondo limite è legato al fatto
che basandosi sulla macroclasse C) di conto economico non possono
ovviamente essere considerati nel conteggio gli eventuali interessi
attivi virtuali per i crediti nei confronti della pubblica amministra-
zione, che il legislatore fiscale ha disposto siano considerati nel
calcolo del rapporto OFN/ROL. Il terzo e ultimo limite è relativo
alla mancata esclusione dagli OFN degli interessi passivi già resi
indeducibili da regole specifiche (46).

Nella ricerca sono state poi escluse le imprese che presentano
un ROL e/o un patrimonio netto negativo per evitare di determinare
dei risultati che si collocassero in modo errato nella distribuzione
delle osservazioni, inficiando di conseguenza la significatività della
ricerca. Sempre al fine di aumentare il grado di attendibilità e inte-
grità della verifica empirica attuata sono state eliminate le cosid-
dette osservazioni *outliers*, ovvero quei valori eccessivamente distanti
dagli altri valori del campione (47). Di seguito vengono riportati in
forma tabellare i principali risultati dell'analisi effettuata.

I settori che evidenziano rapporti OFN/ROL medi ponderati
più elevati sono gli alberghi e ristoranti (34,40%), le costruzioni
(34,04%) e l'agricoltura, caccia e pesca (33,97%), mentre i valori
medi più bassi sono quelli registrati dalle società che operano nei
settori della sanità e dell'assistenza sociale (17,53%), dell'istru-
zione (13,95%) e in quello della produzione e distribuzione di ener-
gia (5,25%). Il settore delle attività manifatturiere, che all'interno
del campione è rappresentato mediamente nei tre anni da quasi
45.000 imprese, mostra un valore medio del *ratio* in oggetto pari
al 26,15% (Tab. 3). È da considerare inoltre come, nei tre anni
considerati, quasi il 29% delle società abbia mostrato un rapporto
tra OFN e ROL superiore al 30%, con delle marcate differenze tra
un settore e l'altro (Tab. 4).

45) di conto economico è stata
ogni di legge è affermato che
lati indicati nel prospetto del
15 Società di capitali, anno di
2007, p. 215).

(46) Vedi la precedente nota 35.

(47) Per tale motivo il numero di imprese sui quali si calcolano gli indici non
è uguale in tutti e tre gli anni considerati.

TAB. 3. Rapporti medi OFN/ROL.

	2004			2005			2006		
	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.
A-B Agricoltura caccia e pesca	2.535	34,50%	1,32	2.488	36,10%	1,70	2.523	31,34%	1,32
C Estrazione di minerali	600	19,27%	0,54	590	22,31%	0,92	585	19,75%	0,72
D Attività manifatturiere	45.077	26,74%	1,21	44.842	26,22%	1,23	44.433	25,48%	1,05
E Produzione e distribuzione di energia	657	9,91%	0,92	656	3,28%	1,04	658	2,58%	1,11
F Costruzioni	20.058	34,85%	1,29	20.549	33,05%	1,25	20.048	34,24%	1,30
G Commercio all'ingrosso e al dettaglio	39.362	30,27%	1,22	39.202	30,01%	1,16	38.656	29,87%	1,17
H Alberghi e ristoranti	4.761	36,80%	1,66	4.853	35,03%	1,28	4.942	31,46%	1,52
I Trasporti, Magazzinaggio e comunicazione	7.089	20,98%	1,27	6.993	21,52%	1,22	6.981	21,84%	1,32
K Attività immobiliari, noleggio, informatica	39.110	27,66%	1,55	39.764	24,47%	1,43	39.041	24,49%	1,70
M Istruzione	854	14,23%	0,90	846	16,26%	1,12	886	11,31%	0,39
N Sanità e assistenza sociale	2.715	16,83%	0,87	2.749	18,21%	0,90	2.775	17,55%	1,04
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	3.951	23,28%	1,18	3.921	22,40%	1,29	3.898	25,56%	1,60
Non determinabile	5.309	27,66%	1,36	5.415	27,45%	1,56	5.313	21,93%	1,34
Somma	172.078			172.868			170.689		

IMPATTO DELLA FISCALITÀ SOCIETARIA SU DECISIONI FINANZIARIE

TAB. 4. Percentuale di imprese con rapporto OFN/ROL superiore al 30%.

	2004	2005	2006
A-B Agricoltura caccia e pesca	35,27%	35,41%	37,97%
C Estrazione di minerali	19,50%	19,83%	20,17%
D Attività manifatturiere	27,66%	27,07%	28,05%
E Produzione e distribuzione di energia	14,46%	14,63%	15,81%
F Costruzioni	33,85%	34,43%	35,09%
G Commercio all'ingrosso e al dettaglio	32,73%	33,33%	32,98%
H Alberghi e ristoranti	27,05%	27,80%	26,95%
I Trasporti, Magazzinaggio e comunicazione	21,50%	21,89%	22,26%
K Attività immobiliari, noleggio, informatica	27,24%	27,23%	27,81%
M Istruzione	12,41%	12,17%	16,03%
N Sanità e assistenza sociale	16,24%	17,32%	16,83%
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	20,07%	20,33%	19,93%
Non determinabile	25,58%	25,85%	25,09%

M Istruzione	854	14,23%	0,90	846	16,26%	1,12	836	11,31%	0,39
N Sanità e assistenza sociale	2.715	16,83%	0,87	2.749	18,21%	0,90	2.775	17,55%	1,04
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	3.951	23,28%	1,18	3.921	22,40%	1,29	3.898	25,56%	1,60
Non determinabile	5.309	27,66%	1,36	5.415	27,45%	1,56	5.313	21,93%	1,34
Somma	172.078			172.868			170.689		

Tab. 5. Rapporti medi Passività totali / Patrimonio netto.

	2004			2005			2006		
	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.
A-B Agricoltura caccia e pesca	2.528	29,94	125,89	2.482	27,29	104,23	2.515	26,99	115,21
C Estrazione di minerali	600	6,90	17,08	591	8,64	49,81	585	5,99	20,86
D Attività manifatturiere	45.075	12,03	47,50	44.844	11,58	48,39	44.432	11,38	44,98
E Produzione e distribuzione di energia	656	17,88	87,85	658	15,72	78,70	658	14,50	70,37
F Costruzioni	20.028	31,46	116,79	20.521	30,25	117,07	20.013	26,88	103,49
G Commercio all'ingrosso e al dettaglio	39.378	14,27	47,12	39.211	13,53	43,98	38.671	13,35	45,31
H Alberghi e ristoranti	4.756	18,14	77,84	4.855	16,68	68,70	4.940	16,74	68,62
I Trasporti, Magazzinaggio e comunicazione	7.087	21,32	84,91	6.986	21,04	83,98	6.978	19,98	82,53
K Attività immobiliari, noleggio, informatica	39.115	21,65	86,87	39.759	21,02	95,28	39.033	18,29	77,83
M Istruzione	852	19,94	68,02	846	19,21	56,26	836	20,16	75,02
N Sanità e assistenza sociale	2.715	12,18	50,70	2.750	13,48	60,88	2.775	14,47	78,03
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	3.949	17,50	68,98	3.919	18,02	71,24	3.896	17,27	74,70
Non determinabile	5.303	35,60	130,14	5.406	35,75	147,32	5.307	29,84	119,66
Somma	172.042			172.828			170.639		

IMPATTO DELLA FISCALITÀ SOCIETARIA SU DECISIONI FINANZIARIE

	852	19,94	68,02	846	19,21	56,26	836	20,16	75,02
M Istruzione									
N Sanità e assistenza sociale	2.715	12,18	50,70	2.750	13,43	60,88	2.775	14,47	78,03
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	3.949	17,50	68,98	3.919	18,02	71,24	3.896	17,27	74,70
Non determinabile	5.303	35,60	130,14	5.406	35,75	147,32	5.307	29,84	119,66
Somma	172.042			172.828			170.639		

Tab. 6. Rapporti medi Debiti Finanziari/Patrimonio netto.

	2004			2005			2006		
	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.	N	Media	s.q.m.
A-B Agricoltura caccia e pesca	2.528	2,43	13,73	2.480	2,38	13,73	2.512	2,11	11,46
C Estrazione di minerali	600	0,98	5,77	590	0,64	2,21	585	0,58	2,42
D Attività manifatturiere	45.084	1,45	6,17	44.847	1,47	6,45	44.445	1,47	6,53
E Produzione e distribuzione di energia	656	1,72	9,59	658	2,03	11,17	658	1,82	9,91
F Costruzioni	20.027	2,62	13,94	20.507	2,54	13,64	20.015	2,35	12,68
G Commercio all'ingrosso e al dettaglio	39.380	1,41	6,87	39.213	1,45	6,83	38.667	1,37	6,41
H Alberghi e ristoranti	4.755	1,76	10,70	4.851	1,66	9,96	4.939	1,60	9,34
I Trasporti, Magazzinaggio e comunicazione	7.088	1,35	7,96	6.995	1,53	8,75	6.980	1,23	5,18
K Attività immobiliari, noleggio, informatica	39.101	2,02	12,80	39.725	1,86	11,70	39.024	1,63	10,49
M Istruzione	853	1,07	9,20	846	0,80	4,89	835	0,85	5,24
N Sanità e assistenza sociale	2.715	1,02	6,72	2.751	1,10	7,27	2.772	1,14	8,16
O Altri servizi pubblici, sociali e personali	3.951	1,70	10,01	3.921	1,96	12,60	3.894	1,45	8,39
Non determinabile	5.303	2,33	15,12	5.408	2,48	15,93	5.306	1,95	12,82
Somma	172.041			172.792			170.632		

LORENZO FACCINCANI

TAB. 7. *Indici di correlazione.*

	2004	2005	2006
Correlazione tra OFN/ROL e rapporto Passività Totali/Patrimonio Netto	0,05	0,06	0,05
Correlazione tra OFN/ROL e rapporto Debiti Finanziari/Patrimonio Netto	0,06	0,06	0,05

Dopo aver calcolato il rapporto OFN/ROL, sono stati determinati i valori puntuali alla fine di ogni anno sia del rapporto di indebitamento espresso come totale mezzi di terzi/patrimonio netto, sia dell'indice dato dal rapporto tra debiti finanziari⁽⁴⁸⁾ e patrimonio netto (Tab. 5 e 6).

Infine il calcolo dell'indice di correlazione tra i rapporti OFN/ROL e passività totali/patrimonio netto, da un lato, e tra i rapporti OFN/ROL e debiti finanziari/patrimonio netto, dall'altro, mostra valori tendenti a zero in entrambi i casi (Tab. 7); ciò sembrerebbe confermare la mancanza di collegamento tra il rapporto identificato dal legislatore e il grado di leva finanziaria.

Sulla base delle riflessioni sopra riportate e della verifica empirica compiuta, si giudica conseguentemente non ottimale la scelta del legislatore di rendere indeducibili gli oneri finanziari netti che superino il 30% del ROL in quanto la previsione normativa, da un lato, non rappresenta un reale incentivo alla capitalizzazione delle imprese italiane e, dall'altro, introduce un elemento di discontinuità con la normativa precedente contraddicendo il principio secondo cui ogni riforma fiscale deve essere attuata senza penalizzare le scelte passate delle società.

In considerazione dei diversi approcci teorici che potevano essere adottati e delle specificità delle strutture finanziarie delle imprese italiane si ritiene che sarebbe stato preferibile ripristinare un modello di imposizione simile a quello della DIT, con la differenza, rispetto alla versione del 1997, di tassare solamente gli extra-profitti e di esentare dalla tassazione il rendimento figurativo

(48) Con l'espressione « debiti finanziari » si fa riferimento alla somma tra le seguenti voci del passivo di stato patrimoniale: obbligazioni, obbligazioni convertibili, debiti verso banche e debiti verso altri finanziatori.

2004	2005	2006
0,05	0,06	0,05
0,06	0,06	0,05

OL, sono stati determinati sia del rapporto di interzi/patrimonio netto, finanziari⁽⁴⁸⁾ e patrimonio

tra i rapporti OFN/ a un lato, e tra i rapporti netto, dall'altro, mostrati (Tab. 7); ciò sembrerebbe un elemento tra il rapporto finanziaria.

ate e della verifica emessa non ottimale la quali gli oneri finanziari alla previsione normativa introduce un elemento contraddicendo il che essere attuata senza

teorici che potevano essere finanziarie delle imprese preferibile ripristinare della DIT, con la diffusione solamente gli ex rendimento figurativo

riferimento alla somma tra le azioni, obbligazioni convertibili.

degli aumenti dell'*equity*. In tal modo sarebbero state premiate le imprese che finanziavano i nuovi progetti di investimento tramite *equity* e non si sarebbero penalizzate ingiustamente le imprese che, prima della riforma, avevano fatto ricorso al debito confidando nella stabilità della legislazione fiscale.

In un contesto in cui le imprese sono storicamente caratterizzate da carenze finanziarie, l'esenzione fiscale del rendimento figurativo degli aumenti di capitale proprio poteva rappresentare uno strumento credibile per indurre le imprese italiane a capitalizzarsi. Si consideri che un tal uso della leva fiscale avrebbe potuto innestarsi come spinta ulteriore all'interno di un processo virtuoso potenzialmente in grado di contribuire alla risoluzione del problema della sottocapitalizzazione delle imprese italiane, tramite l'apertura degli assetti proprietari e la raccolta di capitali sul mercato azionario. Negli anni a venire, infatti, l'entrata a regime dell'Accordo di Basilea2 dovrebbe spingere le imprese a governare con maggior razionalità la leva finanziaria, che rappresenta un elemento essenziale nella valutazione della solidità e della solvibilità delle aziende compiuta da ogni banca (DE LAURENTIS, CASELLI, 2004, p. 197); in altre parole sarà interesse diretto delle società ricercare un maggior equilibrio nella struttura finanziaria, con un più ampio ricorso al capitale di rischio rispetto a quello attuale, allo scopo di ottenere un rating positivo e, perciò, finanziamenti a condizioni migliori. L'Accordo sui requisiti patrimoniali potrebbe condurre ad attenuare la pratica dei fidi multipli e a un'intensificazione del rapporto banca-impresa con lo sviluppo di un modello che si avvicini maggiormente al *relationship banking*: tra i diversi effetti positivi di una relazione più solida, vi è la possibilità che si sviluppino un'offerta di prodotti e servizi di finanza mobiliare indirizzati a disciplinare gli assetti finanziari della clientela *corporate* (CORIGLIANO, 2007, p. 30). In definitiva, si ritiene che tali fattori possano essere alla base di una maggior domanda di capitale di rischio da parte delle imprese e conseguentemente di un miglioramento degli equilibri finanziari.

È da sottolineare come tale processo potrebbe trarre giovamento dall'auspicato sviluppo del settore del *private equity* ovvero dalla maggior presenza, rispetto a quella attuale, di operatori specializzati nell'offerta di capitale di rischio in grado di agevolare la crescita delle PMI, di contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, di favorire l'accesso ai mercati di borsa e di accom-

LORENZO FACCINCANI

pagnare il ricambio generazionale (DRAGHI, 2007, p. 15). In particolare si ritiene che la formazione di un ampio nucleo di investitori professionali possa rivelarsi di fondamentale rilievo per lo sviluppo dei mercati azionari italiani, visto che una delle *exit way* privilegiate dagli investitori di *private equity* risulta proprio essere la quotazione dell'impresa nella quale si sono conferiti mezzi propri.

La soluzione ACE poteva essere introdotta come incentivo temporaneo volto a contribuire al riequilibrio finanziario delle imprese italiane; in una seconda fase, dopo un periodo ipotizzabile nella durata di dieci anni, si poteva stabilire l'entrata in vigore di un'imposizione sul modello della CBIT, stabilendo la totale deducibilità degli interessi passivi. Questo in ragione di una serie di motivazioni. *In primis*, la CBIT è la soluzione che, tra le diverse ipotesi possibili, consente il massimo grado di neutralità tributaria; con tale modello le variabili fiscali infatti non esercitano alcuna interferenza nella ponderazione dei vantaggi e degli svantaggi che viene di consueto compiuta nella scelta di una forma di finanziamento. Oltre a ciò l'applicazione concreta del modello CBIT non richiede alcuna scelta discrezionale da parte del legislatore, come viceversa avviene con l'*Allowance for Corporate Equity*, con la quale deve essere fissato il fondamentale parametro del tasso di rendimento da applicare agli incrementi di patrimonio netto, oppure con il meccanismo dell'indeducibilità solo parziale degli oneri finanziari oltre un arbitrario livello di leva finanziaria o di altri indicatori. Con la CBIT non si pone nemmeno il problema del potenziale rallentamento degli investimenti rischiosi emergente quando si opta per una tassazione degli extra-profitti, la quale rappresenta un'imposizione crescente al crescere del *Return on Equity*. Infine non vi sarebbe più alcuna distinzione, per quanto riguarda la fiscalità personale, tra la sottoscrizione di prestiti obbligazionari o emissioni azionarie essendo previsto che le remunerazioni dei titoli azionari e obbligazionari siano esentati da ogni tassazione in capo al sottoscrittore.

In questa sede, dopo che si è focalizzata l'attenzione sull'imposizione societaria e sui suoi riflessi sulle decisioni di finanziamento delle aziende, si vuole altresì sottolineare l'importanza che la tassazione sui redditi di capitale e sui redditi diversi sia anch'essa finalizzata a favorire il riequilibrio delle strutture finanziarie delle imprese italiane.

2007, p. 15). In particolare, il nucleo di investimento fiscale è un elemento di rilievo per lo sviluppo di una delle *exit way* e risulta proprio essere uno dei mezzi pro-

dotto come incentivo finanziario delle imprese in un periodo ipotizzabile con l'entrata in vigore di una norma che, abolendo la totale indebitazione di una serie di imprese che, tra le diverse norme di neutralità tributaria, non esercitano alcun vantaggio e degli svantaggi, è stata scelta di una forma di riforma del modello CBIT a parte del legislatore, *Corporate Equity*, con un parametro del tasso di rendimento del patrimonio netto, o di un'esenzione parziale degli oneri finanziari o di altri elementi. Il problema del profitto è un rischio emergente extra-profitto, la quale scade del *Return on Equity* con una distinzione, per quanto riguarda la sottoscrizione di prestiti obbligazionari, è previsto che le remunerazioni siano esentate da ogni

attenzione sull'importanza delle decisioni di finanziarie che i redditi diversi sia dalle strutture finanziaria-

Nel nostro Paese l'imposizione personale sui redditi percepiti da soci persone fisiche, così come la fiscalità societaria, ha tradizionalmente favorito l'utilizzo del debito da parte delle società. Questo risulta confermato dalle conclusioni raggiunte da uno studio di Leccisotti e Naimo che, basandosi sul modello sviluppato da Miller, hanno considerato l'evoluzione della tassazione societaria e personale a partire dalla cosiddetta riforma Cosciani del 1974 in avanti, ipotizzando che le persone fisiche apportassero capitale di credito nella società sottoscrivendo obbligazioni. L'analisi effettuata sull'andamento delle aliquote societarie e di quelle gravanti sui rendimenti delle azioni e delle obbligazioni evidenzia, infatti, come sotto il profilo fiscale vi sia sempre stato un sostanziale vantaggio nella decisione di sottoscrivere *bond* rispetto ad azioni, ad eccezione del periodo in cui è rimasta in vigore la riforma dell'imposizione societaria del 1997 (LECCISOTTI, NAIMO, 2006, pp. 97-125).

Allo stato dell'arte i dividendi e i *capital gain* incassati da persone fisiche risultano essere assoggettati, con il sistema dell'esenzione parziale, a una doppia imposizione, differenziata a seconda che derivino da partecipazioni qualificate o non⁽⁴⁹⁾: nel primo caso i redditi, per il 40% del loro ammontare, risultano imponibili secondo le aliquote Irpef dei soggetti percipienti⁽⁵⁰⁾, mentre nel secondo caso sono tassati con un'imposta sostitutiva del 12,5%.

Gli interessi attivi derivanti dalla sottoscrizione di obbligazioni sono invece assoggettati a un'imposizione decisamente più bassa, essendo tassati con un'imposta sostitutiva del 12,5% o del 27% a seconda, rispettivamente, che la scadenza sia superiore o inferiore ai 18 mesi.

Anche su tale materia sono state avanzate, da parte di una Commissione di Studio appositamente costituita e presieduta da Guerra, delle proposte di modifica volte a modificare la fiscalità dei redditi finanziari; queste, tuttavia, non sembrano funzionali a

⁽⁴⁹⁾ Sono partecipazioni qualificate quelle che consentono di esercitare in assemblea ordinaria diritti di voto superiori al 2% o al 20%, oppure che superano il 5% o il 25% del capitale o del patrimonio, a seconda che si tratti di titoli negoziati in borsa o di altre partecipazioni.

⁽⁵⁰⁾ Con la riduzione dell'aliquota Ires al 27,5%, è previsto, nella legge finanziaria 2008, che venga emanato un decreto ministeriale con cui si adeguerà in futuro verso l'alto la quota di imponibile del 40%.

LORENZO FACCINCANI

un miglioramento della capitalizzazione delle società italiane. Infatti la proposta è di uniformare l'aliquota di prelievo sui redditi finanziari al 20%; questo porterebbe la tassazione sui dividendi da partecipazioni non qualificate, considerando l'aliquota Ires al 27,5%, ad un livello complessivo pari al 42%. Ciò potrebbe produrre, in ultima istanza, l'effetto di scoraggiare gli investimenti rischiosi in azioni delle persone fisiche, dato che il potenziale extra rendimento ottenibile da tali titoli risulterebbe penalizzato fiscalmente rispetto a *corporate bonds* e ad altri strumenti finanziari assoggettati a un'imposizione del 20%.

Se si optasse per il prossimo futuro per la conferma del sistema dell'esenzione parziale, si ritiene che tale problematica dovrebbe far riflettere sull'opportunità di tassare con una medesima aliquota i redditi che provengono da azioni e obbligazioni; sarebbe al contrario preferibile prevedere una differenziazione delle aliquote impositive dei rendimenti obbligazionari e azionari che sia tale da compensare, totalmente o almeno parzialmente, la doppia tassazione subita dai dividendi e dai guadagni in conto capitale azionari.

5. Osservazioni conclusive. — Il legame tra la fiscalità societaria e le scelte riguardanti le fonti di finanziamento delle imprese è stato analizzato basandosi sull'evoluzione che, nell'ultimo decennio, ha caratterizzato il quadro normativo tributario nazionale, sugli approcci adottabili per garantire un trattamento più neutrale nei confronti di debito e *equity* e sulla riforma fiscale contenuta nella legge finanziaria 2008. Come è noto il sistema impositivo italiano ha storicamente accordato un vantaggio fiscale al debito, prevedendo la completa deducibilità degli interessi passivi dal reddito imponibile delle imprese e favorendo il finanziamento dei soci sotto forma di prestito invece che di *equity*; ciò ha fatto sì che la leva fiscale abbia agito come determinante non secondaria degli elevati gradi di indebitamento aziendale. Infatti, le situazioni finanziarie delle imprese italiane mostrano ancora oggi tradizionali limiti: il grado di patrimonializzazione è basso, risulta ampio e prevalente il ricorso all'indebitamento bancario, spesso a breve termine, vi è scarsa propensione all'apertura degli assetti azionari a nuovi portatori di capitale di rischio e la propensione alla quotazione risulta modesta.

lle società italiane. In-
di prelievo sui redditi
azione sui dividendi da
ndo l'aliquota Ires al
12%. Ciò potrebbe pro-
iare gli investimenti ri-
che il potenziale extra
ebbe penalizzato fiscal-
ri strumenti finanziari

per la conferma del si-
e tale problematica do-
sare con una medesima
e obbligazioni; sarebbe
ferenziazione delle ali-
nari e azionari che sia
parzialmente, la doppia
dagni in conto capitale

game tra la fiscalità so-
finanziamento delle im-
luzione che, nell'ultimo
ativo tributario nazio-
re un trattamento più
ulla riforma fiscale con-
è noto il sistema impo-
un vantaggio fiscale al
degli interessi passivi
rendo il finanziamento
li *equity*; ciò ha fatto sì
ninante non secondaria
le. Infatti, le situazioni
ancora oggi tradizionali
basso, risulta ampio e
ario, spesso a breve ter-
degli assetti azionari a
propensione alla quota-

La riforma del 1997 era intervenuta al fine di garantire un maggior grado di neutralità fiscale rispetto alle opzioni di finanziamento sancendo, da un lato, l'indeducibilità dei costi del finanziamento dalla base imponibile Irap, data dal valore aggiunto al netto degli ammortamenti, e definendo, dall'altro, una minor imposizione per la quota di utili corrispondente al rendimento figurativo dei nuovi apporti di capitale proprio, con l'introduzione della *Dual Income Tax*. Nonostante il breve periodo in cui l'imposizione duale è rimasta in vigore, vi sono alcune evidenze empiriche che sembrerebbero dimostrare riduzioni dei *leverage* aziendali, perlomeno con riferimento alle imprese di grandi dimensioni. Per quanto concerne le piccole e medie imprese, spesso costituite nel nostro Paese nella forma giuridica di società di persone o imprese individuali, la DIT potrebbe non aver prodotto dei risultati positivi in ragione della misura dell'agevolazione, non di significatività tale da incentivare decisioni che fossero rivolte a un incremento della patrimonializzazione. Si può lecitamente ipotizzare che il mantenimento in vita della DIT, eventualmente potenziata con una riduzione o preferibilmente un azzeramento dell'aliquota a cui assoggettare il profitto « normale », avrebbe potuto continuare la sua azione di incentivo alla capitalizzazione producendo degli effetti anche sulle PMI tipiche del tessuto produttivo italiano.

La riforma del 2003 ha abrogato la DIT che, nonostante non fosse esente da difetti, rappresentava un meccanismo con il quale si tentava di compensare il beneficio fiscale di cui aveva sempre usufruito il capitale di terzi. L'introduzione della *thin capitalization*, oltre a denotare una certa complessità nella sua attuazione pratica, ambiva unicamente a sfavorire il debito eccessivo dell'impresa nei confronti, o con garanzia, dei propri soci o delle loro parti correlate, mentre non andava ad incidere con efficacia sul problema della sottocapitalizzazione delle imprese.

Prima di approfondire le novità introdotte in materia con la legge finanziaria 2008, nel lavoro sono stati analizzati i punti di forza e debolezza dei principali approcci che potevano essere utilizzati dal legislatore per incentivare la domanda di *equity* da parte delle imprese, identificabili nella *Comprehensive Business Income Tax* (CBIT), nella *cash flow tax* e nell'*Allowance for Corporate Equity* (ACE). Si è ritenuto utile, inoltre, esaminare le proposte, volte a favorire la formazione di strutture finanziarie equilibrate, che sono giunte dalla Commissione Biasco incaricata di pro-

LORENZO FACCINCANI

spettare delle modifiche al d.lgs. n. 344/2003. La Commissione ha ipotizzato il ripristino di un modello di imposizione simile a quello della DIT, con la sostanziale e positiva differenza di tassare solamente gli extra-profitti, in pieno accordo con la soluzione dell'*Allowance for Corporate Equity*. Da parte della stessa Commissione è stato proposto anche un meccanismo di indeducibilità degli interessi netti oltre una certa soglia di leva finanziaria, in modo continuativo e progressivo con l'aumentare del rapporto stesso.

Non accogliendo alcuna delle soluzioni prospettate dalla Commissione, la legge finanziaria 2008 ha previsto come mezzo per incentivare la capitalizzazione delle sole società di capitali l'ineducibilità degli interessi passivi e degli oneri assimilati, al netto di quelli attivi, che superino il 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica, dato dalla differenza tra la macroclasse A) e B) di conto economico, a cui vanno sommati gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali e i canoni di locazione finanziaria. Il nuovo meccanismo di indeducibilità degli interessi passivi influenzerà le scelte di finanziamento future delle società, le quali, nel momento in cui valuteranno sotto il profilo economico se fornire copertura al fabbisogno finanziario tramite debito o *equity*, dovranno attentamente considerare i riflessi fiscali generati dalla decisione di indebitarsi nei confronti delle banche o di emettere un prestito obbligazionario, effettuando delle esplicite ipotesi e previsioni sui valori che potrà assumere nel tempo il proprio risultato operativo lordo.

Essendo lo scopo dichiarato della riforma quello di costituire un incentivo alla capitalizzazione, la novità introdotta appare non ottimale per una serie di motivazioni. Innanzitutto, l'esclusione dall'ambito di applicazione della norma delle imprese individuali e delle società di persone si scontra con la necessità che la normativa tributaria non crei differenziazioni tra le aziende sulla base della forma giuridica da esse adottata. Inoltre l'indice individuato dal legislatore per favorire il riequilibrio delle strutture finanziarie non risulta correlato con gli indicatori tipicamente utilizzati per valutare la struttura finanziaria delle società: si può desumere quindi che il rapporto tra interessi passivi e oneri assimilati, al netto di quelli attivi, e risultato operativo lordo non sia in grado di distinguere le imprese adeguatamente capitalizzate da quelle che presentano squilibri finanziari. Tale risultato appare confermato da un'analisi compiuta sui bilanci d'esercizio degli anni 2004,

03. La Commissione ha osizione simile a quello ferenza di tassare sola-on la soluzione dell'Al-lla stessa Commissione ndeducibilità degli inte-anzziaria, in modo con-l rapporto stesso.

prospettate dalla Com-isto come mezzo per in-età di capitali l'indedu-i assimilati, al netto di to operativo lordo della a tra la macroclasse A) mati gli ammortamenti ialti e i canoni di loca-indeducibilità degli in-ziamento future delle teranno sotto il profilo gno finanziario tramite siderare i riflessi fiscali onfronti delle banche o ettuando delle esplicite umere nel tempo il pro-

ma quello di costituire i introdotta appare non nanzitutto, l'esclusione le imprese individuali e ecessità che la norma- a le aziende sulla base ltre l'indice individuato nelle strutture finanzia-i tipicamente utilizzati ocietà: si può desumere i e oneri assimilati, al lordo non sia in grado capitalizzate da quelle risultato appare confer-ercizio degli anni 2004,

2005 e 2006 di un campione di oltre 170.000 società di capitali. Un altro inconveniente del nuovo art. 96 del T.u.i.r. è che non tiene conto dell'esigenza che gli interventi del legislatore fiscale siano improntati a non penalizzare le passate scelte compiute dalle società; la novità legislativa potrebbe, infatti, produrre degli effetti negativi per quelle imprese che hanno deciso di contrarre, negli esercizi precedenti all'entrata in vigore del meccanismo di indeducibilità degli interessi passivi, dei finanziamenti anche per beneficiare dello scudo fiscale associato agli interessi passivi.

L'intervento di riforma dell'imposizione societaria posto in essere dal legislatore, pur ponendosi correttamente la priorità di equiparare il ricorso al capitale di rischio con il ricorso al debito, potrebbe di conseguenza non contribuire alla rimozione del vincolo alla crescita e alla competitività rappresentato dagli elevati *leverage* aziendali. Non sono infatti reputate funzionali allo scopo in oggetto misure, quali quelle previste nell'attuale art. 96 del T.u.i.r., che prevedono l'indeducibilità degli interessi passivi una volta che vengano superate determinate soglie non espressive dell'effettiva leva finanziaria dell'impresa. Qualora si fosse voluto effettivamente disegnare una fiscalità d'impresa che contribuisse nei prossimi anni al riequilibrio delle strutture finanziarie delle imprese societarie e personali sarebbe stato preferibile adottare un'imposizione simile a quella della già sperimentata *Dual Income Tax*. Agendo in tal modo si sarebbe potuto incentivare la domanda di capitale di rischio da parte delle aziende, tramite l'esenzione della tassazione per il rendimento figurativo degli aumenti dell'*equity*. Negli anni a venire tale spinta, in aggiunta all'applicazione dei *ratios* di Basilea2 e allo sviluppo del modello del *relationship banking*, avrebbe potuto rappresentare un valido ausilio per la risoluzione degli squilibri finanziari che caratterizzano le aziende italiane. Successivamente la fiscalità d'impresa poteva invece indirizzarsi verso il modello della *Comprehensive Business Income Tax*, prevedendo la completa indeducibilità degli interessi passivi. Questo in quanto la CBIT presenta i vantaggi di assicurare il massimo grado di neutralità fiscale nei confronti del capitale di rischio e di terzi non accordando alcun beneficio né all'una né all'altra forma di finanziamento, di lasciare libertà di scelta al management nell'assunzione delle decisioni finanziarie, di non richiedere la fissazione di alcuna soglia arbitraria da parte del legislatore, e, infine, di non rallentare il flusso di investimenti ri-

LORENZO FACCINCANI

schiosi. La problematica principale, e obiettivamente difficilmente superabile, di una riforma del genere è rappresentata dalla necessità di raggiungere un consenso unanime da parte di tutte le forze politiche nella direzione di una pianificazione legislativa a medio-lungo periodo; tale condizione costituisce indubbiamente un ostacolo che può rendere la soluzione a due fasi avanzata inattuabile in pratica.

È stato inoltre sottolineato come la capitalizzazione delle imprese possa trarre giovamento da un'adeguata riforma della tassazione sui redditi di capitale; si è sostenuto che quest'ultima dovrebbe intervenire, nello specifico, sulla doppia tassazione subita dai redditi partecipativi la quale può produrre il negativo effetto di disincentivare l'investimento rischioso in azioni. In altri termini l'obiettivo di aumentare la patrimonializzazione delle imprese italiane richiede anche una fiscalità del socio/investitore strutturata in guisa tale da garantire che l'extra-rendimento potenzialmente assicurato dai titoli azionari rispetto alle obbligazioni non venga ridotto o addirittura annullato da una tassazione eccessivamente onerosa.

Concludendo, si ritiene utile rimarcare come la leva fiscale, pur costituendo uno strumento incisivo e da utilizzare, non possa rappresentare la condizione sufficiente per la formazione di assetti di finanza aziendale equilibrati; per raggiungere tale risultato, essa dovrà essere accompagnata da un'evoluzione qualitativa dei sistemi di *governance* aziendali, dallo sviluppo di mercati dei capitali più accessibili alle piccole e medie imprese e dalla crescita degli intermediari specializzati nel settore del *private equity*. Solo l'agire simultaneo di tali fattori potrà finalmente condurre le imprese italiane verso uno stato di equilibrio finanziario, con benefici riflessi anche in termini di migliori *performance* reddituali.

NOTA BIBLIOGRAFICA

- AGENZIA DELLE ENTRATE (2005), Circolare n. 11/E, 17 marzo.
- ARACHI G. (2006), *Audizione presso la Commissione consultiva sull'imposizione fiscale delle società* (disponibile nel sito www.finanze.it).
- ARONICA A., DI MAJO A., PAZIENZA M.G. (1995), *Il fisco e il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese*, in *La ricostruzione industriale*, Settimo rapporto CER/IRS sull'industria e la politica industriale italiana, Il Mulino, Bologna.

ttivamente difficilmente
presentata dalla neces-
a parte di tutte le forze
ne legislativa a medio-
ndubbiamente un osta-
si avanzata inattuabile

pitalizzazione delle im-
ata riforma della tassa-
to che quest'ultima do-
ppia tassazione subita
turra il negativo effetto
azioni. In altri termini
zione delle imprese ita-
/investitore strutturata
limento potenzialmente
obbligazioni non venga
sazione eccessivamente

e come la leva fiscale,
la utilizzare, non possa
la formazione di assetti
iungere tale risultato,
luzione qualitativa dei
ppo di mercati dei ca-
mprese e dalla crescita
del *private equity*. Solo
mente condurre le im-
finanziario, con bene-
formance reddituali.

17 marzo.
ne consultiva sull'imposi-
to www.finanze.it).
l fisco e il rafforzamento
n *La ricostruzione indu-*
stria e la politica indu-

- ASSONIME (2006), *Audizione presso la Commissione consultiva sull'imposizione fiscale delle società* (disponibile nel sito www.finanze.it).
- BANCA D'ITALIA (2007), *Relazione anno 2006* (disponibile nel sito www.bancaditalia.it).
- BONATO L., FAINI R. (1991), *Le scelte di indebitamento delle imprese in Italia*, in CONTI V., HAMAUI R. (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Il Mulino, Bologna.
- BREALEY R.A., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S. (2007), *Principi di Finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- CASELLI S. (1997), *Il capitale di rischio per le piccole e medie imprese. Il METIM fra esigenze di sviluppo e rischi di insuccesso*, in *Economia e Management*, n. 1.
- CENNI S., CORIGLIANO R., FERRETTI R., TORLUCCIO G. (1998), *La letteratura sul rapporto di prestito: gli sviluppi teorici e le analisi empiriche*, in CORIGLIANO R., *Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari*, Banca, Roma.
- CERIANI V. (2006), *Audizione presso la Commissione consultiva sull'imposizione fiscale delle società* (disponibile nel sito www.finanze.it).
- CODA V. (1980), *Il concetto di « reddito operativo » nell'analisi economica d'impresa*, in questa *Rivista*, n. 5.
- COMMISSIONE DI STUDIO SULLA IMPOSIZIONE FISCALE SULLE SOCIETÀ (2007), *Relazione finale*, 3 luglio (disponibile nel sito www.finanze.it).
- COMMISSIONE DI STUDIO SULLA TASSAZIONE DEI REDDITI DI CAPITALE E DEI REDDITI DIVERSI DI NATURA FINANZIARIA (2006), *Relazione finale*, 27 settembre (disponibile nel sito www.finanze.it).
- CONSOB (2007), *Relazione anno 2006* (disponibile nel sito www.consob.it).
- CORIGLIANO R. (2007), *Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del relationship lending e sostegno dello sviluppo*, in *Banca Impresa Società*, n. 1.
- CORNELLI F. (1998), *Scelte finanziarie di impresa e innovazioni fiscali: gli effetti dell'eliminazione dell'Ilor e dell'introduzione dell'Irap e della Dual Income Tax*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, n. 1.
- DALLOCCIO M., SALVI A. (2004), *Finanza d'azienda*, Egea, Milano.
- DE ANGELO L., MASULIS R.W. (1980a), *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 8, n. 1.
- DE ANGELO L., MASULIS R.W. (1980b), *Leverage and Dividend Irrelevancy under Corporate and Personal Taxation*, in *Journal of Finance*, vol. 35, n. 2.
- DE LAURENTIS G. (2001), *Rating interni e credit risk management*, Banca, Roma.
- DE LAURENTIS G., CASELLI S. (2004), *Miti e verità di Basilea 2*, Egea, Milano.

LORENZO FACCINCANI

- DI MAJO A., PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2002), *La riforma dei tributi sulle imprese (1996-2000)*, in BALDASSARRI M., GALLI G., PIGA G., *La competitività dell'Italia. Regole per il mercato*, Il Sole 24 Ore, Milano, vol. III.
- DI TANNO T. (2006), *Audizione presso la Commissione consultiva sull'imposizione fiscale delle società* (disponibile nel sito www.finanze.it).
- DONALDSON G. (1961), *Corporate debt capacity. A study of the corporate debt policy and determination of corporate debt capacity*, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.
- DRAGHI M. (2007), *Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia*, 31 maggio (disponibile nel sito www.bancaditalia.it).
- FORESTIERI G. (2006), *Il rapporto banca-impresa: un vincolo o un fattore di competitività?*, in *Bancaria*, n. 4.
- FORESTIERI G. (2007), *Emissioni obbligazionarie, strumenti finanziari, capitale di rischio*, in *Bancaria*, n. 2.
- GIANNINI S. (1996), *L'imposizione del reddito di impresa: un'ipotesi di riforma per la capitalizzazione delle imprese*, in GIANNINI S., FOSSATI A. (a cura di), *I nuovi sistemi tributari*, Franco Angeli, Milano.
- GIANNINI S. (2002), *La nuova tassazione dei redditi di impresa: verso un sistema più efficiente e competitivo?*, in *Politica Economica*, n. 3.
- GRAHAM J.R. (2003), *Taxes and Corporate Finance: a Review*, in *Review of Financial Studies*, vol. 16, n. 4.
- ISTAT (2007), *Struttura e dimensione delle imprese*, 12 luglio (disponibile nel sito www.istat.it).
- JENSEN M. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers*, in *American Economic Review*, vol. 76, n. 2.
- JENSEN M., MECKLING W. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4.
- KLEINBARD E. (2005), *The Business Enterprise Income Tax: A Prospectus*, in *Tax Notes*, vol. 106, n. 97.
- LA ROSA (2006), *Principi di diritto tributario*, Giappichelli, Torino.
- LECCISOTTI M. (1997), *A proposito di una recente ipotesi di riforma dell'imposizione sul reddito d'impresa*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, n. 1.
- LECCISOTTI M., NAIMO D. (2006), *Riforme fiscali in Italia e struttura finanziaria delle imprese*, in *Politica economica*, n. 1.
- MASSARI M., PERRINI F. (1997), *L'effetto Irap-Dit: decisioni finanziarie, valutazione degli investimenti e delle imprese*, in *Rivista Milanese di Economia*, n. 63.
- MEADE J. (1977), *The structure and Reform of Direct Taxation*, London, I.F.S.
- MILLER M.H. (1977), *Debt and Taxes*, in *Journal of Finance*, vol. 32, n. 2.

- la riforma dei tributi sulle
LI G., FIGA G., *La compe-*
Sole 24 Ore, Milano, vo-
- sione consultiva sull'impo-
sito www.finanze.it.
- study of the corporate debt
t capacity, Harvard Gra-
loston.
- rnatore della Banca d'Ita-
ncaditalia.it).
- un vincolo o un fattore di
- strumenti finanziari, capi-
- impresa: un'ipotesi di ri-
in GIANNINI S., FOSSATI A.
o Angeli, Milano.
- diti di impresa: verso un
itica Economica, n. 3.
- e: a Review, in *Review of*
- ese, 12 luglio (disponibile
- Flows, Corporate Finance*
ew, vol. 76, n. 2.
- rm: *Managerial Behavior,*
Journal of Financial Eco-
- ome Tax: A Prospectus, in
- appichelli, Torino.
- ipotesi di riforma dell'im-
di diritto finanziario e
- Italia e struttura finan-
n. 1.
- decisioni finanziarie, valu-
Rivista Milanese di Eco-
- Direct Taxation*, London,
- of *Finance*, vol. 32, n. 2.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Fi-
nance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*,
vol. 48.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost
of Capital: a Correction*, in *American Economic Review*, vol. 53, n. 3.
- MOSCONI M. (2007), *La valutazione delle immobilizzazioni materiali e im-
materiali*, in PROVASOLI A., VIGANÒ A. (a cura di), *Bilancio*, Egea, Mi-
lano.
- NAVA G. (1991), *La gestione dei debiti legati alla gestione corrente*, in
BRUGGER G. (a cura di), *La gestione del capitale circolante*, Egea, Mi-
lano.
- MYERS S., MAJLUF N. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions
When Firms Have Investors Do Not Have*, in *Journal of Financial
Economics*, vol. 13, n. 2.
- ONADO M. (1994), *Situazione finanziaria delle imprese, sviluppo del mer-
cato azionario e ruolo della banca*, in *Quaderni di Economia e Fi-
nanza*, n. 3.
- REBOA M. (2003), *Le operazioni di leveraged buy out e l'art. 2501-bis c.c.:
prime considerazioni*, in questa *Rivista*, n. 6.
- RIZZARDI R. (2003), *Come il fisco finanzia(va) i leveraged buy out*, in que-
sta *Rivista*, n. 1.
- RIZZARDI R. (2007), *Il ritorno della Dit non archivia la «thin cap»*, in *Il
Sole 24 Ore* del 21 agosto.
- RUTIGLIANO M. (1991), *L'effetto di leva finanziaria*, in BISONI C., ROSSIGNOLI
B. (a cura di), *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- SECIT (2001), *Agevolazioni DIT e Visco: primi risultati nell'anno di impo-
sta 1999*.
- STADERINI A. (2001), *Tax reforms to influence corporate financial policy: the
case of the Italian business tax reform of 1997-98*, Tema di discus-
sione n. 423, Banca d'Italia, Roma.
- UNICREDIT BANCA D'IMPRESA (2004), *I riflessi della struttura finanziaria su
crescita e performance delle imprese italiane*, in *Scenari Economici*, I.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY (1977), *Blueprints for Basic Tax
Reform*.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY (1992), *Report of the Department
of the Treasury on integration of the individual and corporate tax sy-
stems*.
- VISCO V. (2002), *Alcune considerazioni in tema di riforma fiscale e neutra-
lità della tassazione*, in *Politica Economica*, n. 3.
- WARNER J.B. (1977), *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, in *Journal of Fi-
nance*, vol. 32, n. 2.