



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Scienza delle Finanze

La struttura finanziaria dell'impresa italiana

I fattori che ne determinano la composizione

RELATORE

Prof. Angelo Cremonese

CANDIDATO

Giuseppe Corigliano

Matricola 213711

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

Introduzione	4
Capitolo I – Struttura finanziaria delle imprese	6
1.1 La teoria sulla struttura finanziaria delle imprese	6
1.1.1 Gli effetti distorsivi dell'imposizione tributaria sulle scelte di finanziamento e investimento delle imprese	7
1.1.2 La teoria classica	10
1.1.3 La teoria di Modigliani-Miller	11
1.1.4 La trade-off theory	14
1.1.5 La pecking order theory	17
1.1.6 La teoria dei segnali	19
1.2 La struttura finanziaria delle PMI	19
1.2.1 Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI	21
1.3 Conclusioni	24
Capitolo II - Struttura delle imprese italiane e nuove modalità di finanziamento	25
2.1 La struttura finanziaria delle PMI italiane	25
2.2 Canali di finanziamento alternativi al credito bancario	27
2.3 Sistema tributario italiano	33
2.3.1 Tassazione delle imprese italiane	33
2.3.2 Manovre di governo in tema di impresa	37

Capitolo III – Panorama aziendale dell’Unione europea	44
3.1 Regimi tributari a confronto	44
3.2 Manovre adottate dall’Unione Europea per lo sviluppo e la crescita delle imprese	46
Conclusioni	50
Bibliografia	52

Introduzione

Il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare la struttura delle imprese indagando sulle determinanti che la influenzano, prestando particolare attenzione agli effetti che il sistema tributario ha su di esse. Verranno prese in analisi più dettagliatamente le imprese italiane e il contesto macroeconomico nel quale si trovano. Prima di addentrarci nello studio del caso italiano, nel primo capitolo, verranno esaminate le principali teorie e i numerosi studi che cercano di individuare le principali determinanti della composizione finanziaria delle imprese. In particolare, verranno analizzate la Teoria Classica che sostiene ci sia un rapporto di indebitamento ottimale per le imprese, la Teoria di Modigliani-Miller, che nelle sue varie formulazioni, studia l'influenza che fattori come la politica dei dividendi e la tassazione hanno sulle scelte di finanziamento delle imprese, e la Pecking-order theory, che stabilisce un ordine gerarchico secondo il quale le aziende scelgono le fonti di finanziamento. Verranno prese in considerazione, inoltre, la Trade-off theory, che esamina gli effetti che i costi di dissesto hanno sulle scelte di finanziamento, e la teoria dei segnali, che sostiene che attraverso l'uso di un sistema di signalling le imprese possono rendere più o meno conveniente le fonti di finanziamento. Precedentemente, tramite la teoria del costo del capitale, saranno analizzati gli effetti distorsivi che il sistema tributario ha sulle scelte di finanziamento e investimento delle imprese. Nel primo capitolo verranno analizzate nello specifico le caratteristiche che contraddistinguono le imprese di piccole e medie dimensioni, prendendo in considerazione numerosi studi empirici effettuati a riguardo ad analizzando la Pecking-order hypothesis, una teoria derivante dalla Pecking-order theory riformulata in base alle caratteristiche di questa particolare categoria di imprese. Nel secondo capitolo analizzeremo nello specifico le piccole e medie imprese italiane, che costituiscono la quasi totalità del tessuto imprenditoriale di questo paese. L'oggetto di studio principale di questo capitolo sarà il sistema tributario italiano di cui analizzeremo approfonditamente gli aspetti che coinvolgono le imprese. Verranno analizzati inoltre le principali manovre di Governo che negli anni hanno modificato la struttura del sistema impositivo italiano e hanno introdotto nuove misure di incentivo a favore delle imprese. Tra questi saranno presi in esame il Decreto sviluppo, il Decreto sviluppo bis, il Decreto competitività Italia e, più approfonditamente, il Decreto crescita, l'ultima manovra attuata dal governo italiano in materia di imprese. L'obiettivo sarà quello di individuare come il sistema tributario ha influenza negli anni la composizione delle imprese italiane e l'efficacia ottenuta dalle manovre intraprese dal governo italiano. Nel terzo capitolo cercheremo di comprendere come l'Italia si colloca all'interno del panorama europeo riguardo alle tematiche analizzate, l'imposizione tributaria e la composizione delle imprese. Per far ciò verrà fatto un confronto con i principali paesi dell'Unione Europea, Germania, Spagna, Francia e Gran Bretagna. Successivamente studieremo nel complesso la situazione imprenditoriale attuale in Europa e le varie manovre che l'unione Europea ha varato negli anni per incentivare la crescita e lo sviluppo delle imprese e delle piccole e medie imprese.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Per la creazione del seguente elaborato sono stati consultati numerosi saggi e manuali di Scienza delle finanze, Economia aziendale ed Economia pubblica e, inoltre sono stati utilizzati articoli e studi sulle tematiche in questione disponibili online.

L'interesse suscitato dal corso di Scienza delle finanze, l'attrazione che mi suscita il modo delle imprese e l'attualità delle tematiche trattate mi hanno spinto ed incentivato ad approfondire l'argomento oggetto di questo elaborato.

Capitolo I – La struttura finanziaria dell’impresa italiana

L’analisi della struttura finanziaria di un’impresa è fondamentale per poterne comprendere al meglio le caratteristiche principali riguardanti il suo ciclo di vita e le scelte di gestione aziendale. Nonostante i numerosi contributi offerti dalla letteratura, questa tematica resta ancora molto attuale, in quanto ricopre un ruolo fondamentale nel determinare la politica di gestione aziendale. Obiettivo principale per i responsabili finanziari che operano all’interno dell’impresa è individuare una politica finanziaria che non sia orientata soltanto al breve termine ma che possa rappresentare una componente principale nella determinazione della strategia di gestione aziendale.

In questo capitolo mi soffermerò inizialmente sulle varie teorie che sono state sviluppate in merito alle scelte di composizione finanziaria di un’azienda, successivamente analizzerò alcuni studi empirici riguardanti la struttura delle PMI mettendo in evidenza i fattori principali che ne influenzano le modalità di finanziamento.

1.1 Le teorie sulla struttura finanziaria delle imprese

La struttura finanziaria di un’azienda rappresenta la composizione, o il peso, delle singole fonti di finanziamento, le risorse finanziarie per l’acquisizione di fattori produttivi, che ne costituiscono le passività e il patrimonio netto. È necessario quantificare il fabbisogno finanziario netto dell’azienda per poter successivamente scegliere le fonti di finanziamento necessarie a coprirlo cercando di attuare un’opportuna strategia finanziaria che ci consenta di aumentare il valore economico del capitale.

Abbiamo a disposizione diverse forme di finanziamento che possono essere suddivise in varie tipologie, una prima distinzione che possiamo fare è tra fonti di finanziamento interne e fonti di finanziamento esterne.

Le fonti di finanziamento interne sono costituite da capitale proprio versato dai soci dell’azienda, che ne sono i proprietari, che va a costituire il capitale sociale o capitale di rischio dell’impresa e dall’autofinanziamento, composto principalmente da utili conseguiti e non distribuiti, che per la natura della fonte è soggetto a fluttuazioni durante il ciclo di vita dell’impresa tendendo ad accumularsi nelle fasi espansive e a deteriorarsi nelle fasi di concentrazione del ciclo economico.

Nella maggior parte dei casi le aziende non riescono a coprire totalmente il fabbisogno finanziario con l’utilizzo del solo capitale interno, per tale ragione le imprese ricorrono a finanziamenti derivanti da capitali esterni. Queste tipologie di finanziamento costituiscono il capitale di credito dell’azienda, rappresentato da debiti verso istituti di credito, come le banche, oppure da conferimenti di capitale da parte di terzi a titolo di prestito contro l’emissione di titoli obbligazionari.

Le teorie che sono state sviluppate negli anni in merito alla struttura finanziaria dell’impresa hanno l’obiettivo di verificare l’esistenza di una combinazione ottimale tra capitale di rischio e capitale di credito, in grado di massimizzare il valore dell’impresa, e quali sono i fattori che ostacolano la realizzazione di questa composizione ideale.

L'obiettivo degli studi condotti in questo ambito è sempre stato quello di ricercare le determinanti delle scelte di composizione delle fonti di finanziamento delle imprese.

I contributi teorici che prenderò in esame in questo capitolo sono:

- La teoria classica
- La teoria di Modigliani-Miller
- La trade-off theory
- La teoria dell'ordine di scelta, pecking order theory, derivante dalla teoria delle asimmetrie informative
- La teoria dei segnali.

Prima di analizzare queste teorie mi soffermerò sullo studio dell'imposizione tributaria, essendo questa uno dei fattori che più influenza la scelta delle fonti di finanziamento, analizzando le distorsioni che comporta sulla struttura finanziaria dell'impresa.

Verranno analizzati, inoltre, i fattori che influenzano particolarmente le scelte delle fonti di finanziamento delle piccole e medie imprese e alcuni studi effettuati a riguardo.

1.1.1 Gli effetti distorsivi dell'imposizione tributaria sulle scelte di investimento e finanziamento delle imprese

L'imposizione tributaria sulle società di capitali è uno dei principali fattori determinanti la struttura finanziaria di un'impresa in quanto rende le alternative nelle scelte di investimento e finanziamento non neutrali. Le imprese possono finanziarsi ricorrendo al debito, che li rende soggetti ad interessi passivi, oppure tramite capitale proprio, ossia tramite utili non distribuiti o l'emissione di nuove azioni. In questo caso la remunerazione del socio avverrà sottoforma di dividendi o di plusvalenze azionarie.

La presenza di tassazione, societaria e personale, solitamente ha l'effetto di rendere alcune fonti di finanziamento più convenienti rispetto ad altre. Se ciò accade il sistema tributario oltre ad interferire, tramite la tassazione delle società di capitali, sulle decisioni di investimento delle imprese, può alterare la strategia finanziaria e, di conseguenza, produrre altre distorsioni sulle decisioni di investimento.

In generale se vi è solo tassazione societaria, e se la normativa tributaria consente solo la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile, l'indebitamento è la forma di finanziamento privilegiata.

L'impresa, a parità di altre condizioni, dovrebbe sempre optare, data la convenienza fiscale, per questa fonte di finanziamento degli investimenti.

Se oltre alla tassazione della società si considera anche quella a capo del detentore dei titoli d'impresa, la convenienza all'indebitamento non è più assicurata, poiché il vantaggio concesso a questa fonte di finanziamento potrebbe essere più che compensata dalla tassazione degli interessi percepiti dal sottoscrittore dei titoli di debito dell'impresa. Entrambe queste imposte vanno dunque esplicitamente considerate se si desidera spiegare l'influenza che il sistema tributario esercita sulla struttura finanziaria dell'impresa.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Inoltre, vanno entrambe considerate se si intende modificare il sistema tributario e se si desidera renderlo neutrale relativamente alle decisioni dell'impresa.

Per svolgere questa analisi ci basiamo sul modello del costo d'uso del capitale, espandendolo per tener conto di altre imposte che possono influenzare le scelte di investimento, oltre quella sul reddito d'impresa; e utilizzando il costo del capitale anziché il costo d'uso del capitale in quanto gli ammortamenti non influenzano tale aspetto.

L'analisi si focalizza sulla realtà istituzionale delle società di capitali, ipotizzando che:

- Le società per azioni sono soggette ad imposta societaria con aliquota t_g
- I soci sono persone fisiche soggetti passivi dell'imposta personale
- Interessi e plusvalenza, valutati in base al criterio della maturazione, sono tassati rispettivamente alle aliquote t_s e t_v
 - Se non inclusi nella base imponibile t_v e t_s coincidono con l'aliquota marginale dell'imposta personale
 - Se non inclusi, t_v e t_s rappresentano le aliquote di tributi sostitutivi di natura reale
- La società deve rendere ai proprietari almeno quanto un investimento sul mercato finanziario dove la remunerazione al tasso r viene decurtata dell'aliquota t_s (costo opportunità¹)
- Ogni euro di utili che gli azionisti decidono di non distribuire e reinvestire genera una plusvalenza azionaria che viene tassata con l'aliquota t_v

Il costo del capitale, in assenza di imposte, è il rendimento dell'investimento in termini di reddito operativo che copre esattamente gli oneri finanziari, quindi in assenza di imposte il costo del capitale è pari al tasso di interesse.

Il costo del capitale, in presenza di imposte, è il rendimento dell'investimento in termini di reddito operativo che, al netto dell'imposta, è uguale agli oneri finanziari valutati tenendo conto dell'effetto delle imposte.

Tramite il confronto tra il costo del capitale in assenza di imposte e il costo del capitale in presenza di imposte, possiamo dedurre come le imposte influenzano il rendimento dell'investimento, ottenendo i seguenti possibili risultati.

1. $p_v^*t > p_v^*$ ↔ effetto disincentivante
2. $p_v^*t < p_v^*$ ↔ effetto incentivante
3. $p_v^*t = p_v^*$ ↔ effetto neutrale

Si valutano gli effetti della tassazione, societaria e personale, sulle tre forme di investimento seguenti:

¹ Il costo opportunità in economia è il costo derivante dal mancato sfruttamento di un'opportunità concessa al soggetto economico. Quantitativamente, il costo opportunità è il valore della migliore alternativa tralasciata.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

- Con utili non distribuiti
- Con emissione di nuove azioni
- Con emissione di obbligazioni

Nel caso del finanziamento con utili non distribuiti, uguagliano il tasso di rendimento netto di 1 euro di utili non distribuiti e investiti nella società con il tasso di rendimenti di 1 euro di utili distribuiti e investiti nel mercato, si ottiene:

$$\rho v^* t = \rho v^* (1 - t_s) / ((1 - t_v)(1 - t_g))$$

Da quest'ultima equazione possiamo dedurre che il sistema non risulta neutrale, in quanto $\rho v^* t \neq \rho v^*$. Se interessi e plusvalenze azionarie sono tassati alla stessa aliquota ($t_s = t_v$, con tributo sostitutivo o con l'imposta personale) il sistema risulta disincentivante, $\rho v^* t > \rho v^*$. In particolare, il costo del capitale aumenta dell'intero importo dell'imposta sulla società, $\rho v^* t = \rho v^* / (1 - t_g)$.

La misura del costo del capitale in presenza di imposte non dipende dal regime di tassazione dei dividendi, poiché, avendo ipotizzato la stessa forma di finanziamento per l'investimento (utili trattenuti = riduzione dei dividendi) e per il pagamento del rendimento (aumento dei dividendi), l'aliquota Θ_d riduce nella stessa proporzione il costo opportunità del primo e l'ammontare netto del secondo.

Risulterebbe neutrale un sistema che esenta la tassazione delle plusvalenze e applica una tassazione uniforme del capitale finanziario e di impresa

Nel caso di finanziamento con l'emissione di nuove azioni, uguagliando il rendimento netto di 1 euro di nuovo capitale investito nella società col rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario, si ottiene:

$$\rho v^* t = \rho v^* (1 - t_s) / (1 - \Theta_d)(1 - t_g)$$

Da quest'ultima equazione possiamo dedurre che il sistema non risulta neutrale, in quanto $\rho v^* t \neq \rho v^*$. Se interessi e dividendi sono tassati alla stessa aliquota, il sistema risulta disincentivante, $\rho v^* t > \rho v^*$. Risulterebbe neutrale un sistema di esenzione in presenza di tassazione uniforme del capitale azionario e di impresa.

Nel caso del finanziamento tramite l'emissione di obbligazioni, uguagliando il rendimento netto di 1 euro investito nella società con il rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario, si ottiene:

$$\rho v^* t = \rho v^* (1 - e t_g) / (1 - t_g)$$

Il costo effettivo del pagamento dell'impresa si riduce in ragione del risparmio di imposta generato dalla deducibilità degli interessi.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

In generale il sistema non risulta neutrale. Se vi sono limitazioni alla deducibilità degli interessi il sistema risulta disincentivante $p_v^*t > p_v^*$. Se il grado di deducibilità degli interessi passivi è uguale a 1 il sistema risulta neutrale $p_v^*t = p_v^*$. L'imposta sui proventi finanziari t_s risulta irrilevante.

Dunque, possiamo affermare che la tassazione, sia personale che societaria, ricopre un ruolo rilevante nella decisione circa la composizione delle fonti di finanziamento. Oltre all'imposizione tributaria sono rilevanti anche altre variabili extrafiscali che non vengono descritte nel modello del costo del capitale, tra cui il rischio di insolvenza e le asimmetrie informative che tendono a far aumentare il costo del debito esterno rendendo questa forma di finanziamento meno conveniente.

Queste variabili verranno ampiamente trattate nei modelli discussi di seguito.

1.1.2 *La teoria classica*

Secondo la teoria classica, formulata dai cosiddetti tradizionalisti tra cui Dean (1951), Graham e Dodd (1951)², ed infine Guthmann e Dougall (1955)³, è possibile individuare un valore soglia del rapporto tra debito e capitale proprio che permette di minimizzare il costo medio ponderato del capitale e, di conseguenza, massimizzare il valore dell'impresa. Superato questo valore, l'aumento degli oneri accessori (rischi finanziari, costi del dissesto, costi di transazione/negoziazione, ecc...) che il ricorso all'indebitamento finanziario comporta, causa un incremento del costo medio ponderato del capitale e una riduzione del valore dell'impresa. Quindi, secondo la teoria classica, un certo grado di indebitamento ha un effetto positivo sul valore dell'impresa.

I tradizionalisti, partendo dal concetto di leva finanziaria, cioè il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto d'impresa, sostengono la possibilità di poter bilanciare il maggior rendimento che gli azionisti richiedono a causa dell'incremento di rischiosità dell'azienda con i benefici derivanti dal minor costo del finanziamento esterno (Domenichelli, 2013)⁴. Questa differenza, essendo di segno positivo, riesce ad abbassare il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Una conseguenza della teoria classica è che il mercato si concentra maggiormente su titoli di aziende con un indebitamento moderato, in quanto il rischio percepito dagli investitori per tale tipologia di aziende non aumenta all'interno di una certa soglia di sicurezza.

² Cfr. Graham B., Dodd D.L., *Security analysis*, McGraw-Hill, New York 1951.

³ Cfr. Guthman H.G, Dougall H.E., *Corporate financial policy*, Prentice-Hall, 1955.

⁴ Cfr. Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, 2013.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Quando si oltrepassa questa soglia, tuttavia, sia i possessori del capitale proprio sia i finanziatori esterni possessori del capitale di debito reagiscono richiedendo un maggior rendimento del capitale tale da controbilanciare il più elevato livello di rischio percepito (Monteforte, 2004)⁵.

1.1.3 La teoria di Modigliani-Miller

Il teorema di Modigliani-Miller formulato dagli economisti Franco Modigliani e Merton Miller nel 1958 costituisce la base della moderna teoria della struttura del capitale analizzando le scelte di finanziamento di un'impresa, in particolare la scelta tra debito ed equity.

Questo teorema si basa su due proposizioni fondamentali, una riguardante l'invarianza del valore di un'impresa rispetto alla struttura delle sue passività e l'altra relativa alla sua invarianza in relazione alla politica dei dividendi.

La prima formulazione del teorema di Modigliani-Miller⁶ stabilisce che in presenza di determinate condizioni quali: assenza di tasse, costi di fallimento, asimmetrie informative, in un mercato efficiente il valore di un'impresa non dipende dalle modalità che questa sceglie per finanziarsi, di conseguenza, a differenza della teoria classica, non è individuato un rapporto ottimale di indebitamento rispetto ai mezzi propri.

Per poter comprendere al meglio questo teorema è necessario introdurre il concetto di valore d'impresa (V) che secondo il teorema di Modigliani-Miller è dato dal valore di mercato delle sue azioni e dei suoi debiti e si ottiene scontando il flusso di cassa operativo al netto delle imposte (CF), ovvero quello al lordo degli interessi adottando come tasso di sconto il rendimento (wacc) atteso di imprese appartenenti alla stessa classe di rischio. Il valore dell'impresa può essere calcolato utilizzando la formula della rendita perpetua

$$V=CF/wacc$$

Il valore dell'impresa, in quanto determinato solo dal tasso di sconto r e dai flussi di cassa dell'impresa, risulta del tutto indipendente dalla composizione delle passività utilizzata per finanziare le attività patrimoniali.

Pertanto, a parità di risultati economici e rischiosità operativa, un'impresa indebitata (levered) presenta lo stesso valore di un'impresa non indebitata (unlevered) finanziata con solo equity, ossia:

$$V_L=V_U$$

V_L =valore dell'impresa indebitata (levered)

V_U = valore dell'impresa non indebitata (unlevered)

⁵ Cfr. Monteforte D., *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Marlocchi editore, 2004.

⁶ Cfr. Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital corporation finance and the theory of investment*, The American Economic Review, June 1958.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Il teorema implica, inoltre che il costo medio ponderato del capitale o wacc (weighted average cost of capital), calcolato come media del costo del capitale di rischio (r_e) e del costo del capitale di debito (r_d), risulta indipendente dal volume e dalla struttura del debito; il costo medio ponderato del capitale risulta uguale al rendimento atteso dagli investitori per le aziende appartenenti alla stessa classe di rischio, ossia $wacc=r$.

Nonostante l'indebitamento possa sembrare più conveniente rispetto all'emissione di azioni seguendo la relazione $r_d < r_e$, l'aumento dell'indebitamento, a causa dell'assenza di un premio per il rischio, non provoca una diminuzione del costo medio del capitale per l'impresa; in quanto all'aumentare della quota di debito, aumenta anche il costo del capitale di rischio.

Assumendo che E sia il capitale di rischio e D il capitale di credito dell'impresa levered, si ha dunque:

$$wacc = r_e * E/V + r_d * D/V = r$$

essendo E/V e D/V rispettivamente la quota di capitale di rischio e la quota di capitale di credito in rapporto al valore dell'impresa indebitata.

Da questa relazione deriviamo la formula inversa che ci consente di ricavare il costo del capitale proprio r_e come una relazione lineare crescente del grado di indebitamento (o leva finanziaria) D/E :

$$r_e = r + (r - r_d) * D/E$$

considerando costanti r e r_d , ed interpretando il differenziale $(r - r_d)$ come un premio per il rischio.

All'aumentare della leva finanziaria la posizione finanziaria degli azionisti diventa più rischiosa in quanto i loro diritti residuali sul valore dell'impresa diventano più variabili, portandoli a richiedere un rendimento più elevato per compensare il maggior grado di rischio (Travaglini, 2004)⁷.

Di conseguenza, le scelte di investimento vengono prese indipendentemente dalle modalità di finanziamento scelte, seguendo esclusivamente il criterio della massimizzazione del valore d'impresa, e, dunque il costo del capitale da utilizzare in decisioni razionali sugli investimenti equivale al suo costo totale misurato in base al tasso di rendimento di imprese finanziate interamente da azioni e appartenenti alla stessa classe di rischio (Pagano, 2005)⁸.

Il secondo teorema di Modigliani-Miller⁹ dimostra che, in presenza delle stesse condizioni indicate precedentemente, la politica dei dividendi non influenza in alcun modo il valore dell'impresa, in quanto non

⁷ Cfr. Travaglini G., *La struttura finanziaria delle imprese e il teorema di Modigliani Miller*, Quaderni di economia, matematica e statistica, 2004.

⁸ Cfr. Pagano M., *Il teorema di Modigliani-Miller, una pietra miliare della finanza*, Centro per gli studi di economia e finanza, 2005.

⁹ Cfr. Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American economic review, 1963.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

esiste un rapporto ottimale tra utili e dividendi. Questa proposizione si basa, inoltre, sulla condizione che gli investimenti dell'impresa rimangano costanti nel tempo.

In una condizione tale in cui il livello del debito rimane costante nel tempo e i profitti non mutano, l'unico modo per aumentare i dividendi distribuiti è tramite l'emissione di nuove azioni e l'utilizzo della liquidità incassata per coprire l'incremento dei dividendi. Questa manovra di aumento delle azioni non muta il valore dell'azienda ma causa una diluizione del capitale azionario e una conseguente diminuzione del valore di ogni singola azione. I nuovi azionisti entrano in possesso di azioni che presentano un valore minore, mentre i vecchi azionisti, sebbene si ritrovino con delle azioni che valgono di meno, vengono remunerati con capitale raccolto con la nuova emissione. Per i vecchi azionisti la perdita registrata in conto capitale viene, di conseguenza, compensata dalla distribuzione di maggiori dividendi (Travaglini, 2004).

Nel corso degli anni il teorema di Modigliani-Miller ha subito pesanti critiche, sebbene abbia rappresentato una solida base per studi futuri, in quanto si basa sull'ipotesi di un "mercato perfetto" in cui non sono presenti imposte e asimmetrie informative.

La componente che più contrasta con l'assunzione di un mercato perfetto è la presenza dell'imposizione fiscale, questo portò gli stessi autori ad apportare alcune modifiche all'impostazione originaria del teorema, proponendone, nel decennio successivo, una nuova formulazione.

Questa nuova formulazione analizza la presenza di un differenziale tra il valore dell'impresa levered e il valore dell'impresa unlevered in presenza di imposte, sostenendo che l'impresa indebitata presenta un valore maggiore.

La prima proposizione di M&M, in presenza di imposte societarie, si trasforma così:

$$V_L = V_U + T_c \times D$$

V_L = valore dell'impresa indebitata

V_U = valore dell'impresa priva di debito

T_c = aliquota fiscale

D = totale debito

La seconda proposizione di M&M, in presenza di imposta societarie, si trasforma in:

$$k_e = k_{EU} + (k_{EU} - k_D) \times (1 - T_c) \times D/E$$

k_e = costo del capitale dell'impresa

k_{EU} = costo del capitale dell'impresa che non fa ricorso al capitale di debito e si finanzia solo tramite equity

k_D = costo del capitale nel caso dell'impresa che fa ricorso al capitale di debito

D=totale debito

E= totale equity

La tassazione influenza significativamente le caratteristiche dei vari strumenti finanziari modificando il costo del capitale e di conseguenza il rendimento effettivo per l'investitore.

In presenza di imposte societarie, se gli oneri finanziari sono fiscalmente deducibili, ricorrendo al debito otteniamo un vantaggio fiscale rispetto al capitale netto. Questo vantaggio fiscale corrisponde al valore attuale dei benefici fiscali del debito dati dalla diminuzione dei flussi di cassa in uscita per il pagamento delle imposte, che sono pari, annualmente, al prodotto tra gli oneri finanziari e l'aliquota fiscale societaria.

Questa stima sopravvaluta il vantaggio fiscale connesso al debito in quanto bisogna considerare altri due aspetti: le imposte personali a carico degli investitori, rispetto alle quali il debito causa uno svantaggio rispetto al capitale proprio, e l'esistenza di scudi fiscali alternativi al debito, che possono ridurre la capienza fiscale, impedendo di poter beneficiare pienamente dei benefici derivanti dal ricorso al debito.

Facendo riferimento alle imposte personali a carico degli investitori, i redditi provenienti da rapporti di credito (gli interessi attivi) sono in genere fiscalmente penalizzati rispetto ai redditi derivanti dal possesso di quote di capitale di un'impresa in quanto le aliquote fiscali sui capital gain sono nulle o più ridotte. Questo comporta un abbattimento, almeno in parte, del beneficio fiscale connesso al debito che tuttavia rimane positivo in quasi tutti i paesi.

Il differenziale d'imposizione fiscale, in questo caso, si riflette indirettamente sull'impresa in termini di maggiori tassi lordi di rendimenti richiesti dagli investitori sui titoli emessi dall'impresa.

Possiamo quindi concludere che nel bilanciare la quantità di debito bisogna tenere in considerazione le aliquote di imposta gravanti sulla società e sugli azionisti, essendo conveniente indebitarsi l'aliquota di imposta personale da pagare sugli utili d'impresa è superiore all'aliquota d'imposta sugli interessi. In sintesi, possiamo affermare che secondo Modigliani e Miller il valore di mercato dell'impresa è dato dalla somma del valore di mercato delle sue azioni e delle sue obbligazioni. L'aver capito che, in assenza di tassazione, il valore di mercato dell'impresa non è influenzato dal rapporto tra azioni e obbligazioni ma prescinde dalla composizione del finanziamento rappresenta l'intuizione principale di Modigliani e Miller.

La proporzione tra azioni e obbligazioni è responsabile soltanto della scomposizione del flusso dei profitti lordi tra redditi azionari e redditi obbligazionari. Da questa deduzione deriva il fatto che il costo del capitale per l'impresa è il risultato della media ponderata tra il tasso di rendimento delle azioni e il tasso d'interesse delle obbligazioni.

1.1.4 La trade-off theory

Basandoci sull'evidenza empirica che le decisioni finanziarie delle imprese rappresentano una componente rilevante, sia a livello d'impresa che di settore industriale (i diversi settori industriali sono caratterizzati da

rapporti debito/azioni piuttosto stabili), nasce la necessità di una teoria che nello stabilire la struttura finanziaria ottimale tenga conto di molteplici fattori, quali la tassazione, i costi di fallimento e la pressione fiscale. La Trade-off theory, si basa sulla constatazione, che esiste una specifica categoria di costi, fin ora non considerata, legata alla componente del debito presente nella struttura finanziaria di un'impresa, che potrebbe condurre l'impresa stessa ad una situazione di dissesto e, di conseguenza, ad un eventuale fallimento.

Secondo la trade-off theory il livello ottimale di indebitamento è individuato nel punto in cui il costo medio ponderato del capitale raggiunge il suo punto di minimo.

Secondo Warner (1977)¹⁰ e Altmann (1984)¹¹, i pericoli sono insiti sia nell'aumento dei costi derivante dalla percezione dello stato di crisi da parte dei soggetti terzi all'impresa, sia dai costi di fallimento legati alla crescita dell'indebitamento. Un elevato indebitamento dell'impresa favorisce il passaggio da una situazione di dissesto economico ad una situazione di dissesto finanziario, in quanto i finanziatori, venendo a conoscenza dello stato di crisi dell'impresa, potrebbero decidere di limitare i finanziamenti. Questo causa una riduzione del valore di mercato dell'impresa stessa. Sulla base di queste assunzioni possiamo affermare che le imprese ricorrono al mercato del capitale di rischio meno di quanto suggeriscono le teorie.

I costi di fallimento vengono distinti in due tipologie:

- *Costi diretti*, quali le spese legali e amministrative legate alla procedura concorsuale
- *Costi indiretti*, originati da errori organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici da parte degli stakeholders

La presenza di costi di fallimento, diretti e indiretti, causa una diminuzione del valore del debito di un'entità pari al valore attuale dei costi di fallimento per la probabilità che il fallimento si verifichi

La probabilità di fallimento e i costi che questo genera variano tra le imprese in base alle caratteristiche specifiche dell'impresa e al settore di appartenenza.

La teoria presenta una definizione univoca per i costi diretti di fallimenti: costi legali e amministrativi della procedura fallimentare; mentre la definizione dei costi indiretti è più incerta e variabile, essi nascono dalla percezione negativa dell'impresa da parte degli stakeholders all'aumentare dello stato di crisi.

Questa tipologia di costi può essere sintetizzata in varie tipologie:

- a) *Costi indiretti del dissesto di tipo finanziario*: derivano dalla difficoltà da parte di un'impresa in stato di crisi di reperire risorse finanziarie da parte di soggetti terzi.
- b) *Costi indiretti del dissesto legati alle risorse umane*: le imprese in stato di crisi offrono salari più altri ai propri dipendenti per evitare che questi li abbandonino.

¹⁰ Cfr. Warner J.B., *Bankruptcy cost: some evidence*, The journal of finance, vol. 32, issue 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth annual meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, 1977.

¹¹ Altman E.I., *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*, The journal of finance, Sep. 1984.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

- c) *Costi indiretti del dissesto riguardanti gli approvvigionamenti*: i fornitori pattuiscono con le imprese in stato di crisi prezzi più alti senza concedere grosse dilazioni di pagamento per il timore di non essere pagati.
- d) *Costi indiretti del dissesto commerciali*: i clienti tendono a non acquistare prodotti da aziende in stato di crisi a causa del timore di non riceverne la fornitura.

I costi elencati precedentemente possono avere natura di maggiori oneri a), b), c) o di minori incassi a) e d). Il grafico seguente chiarisce il concetto di trade-off tra valore dell'impresa e rapporto di indebitamento.

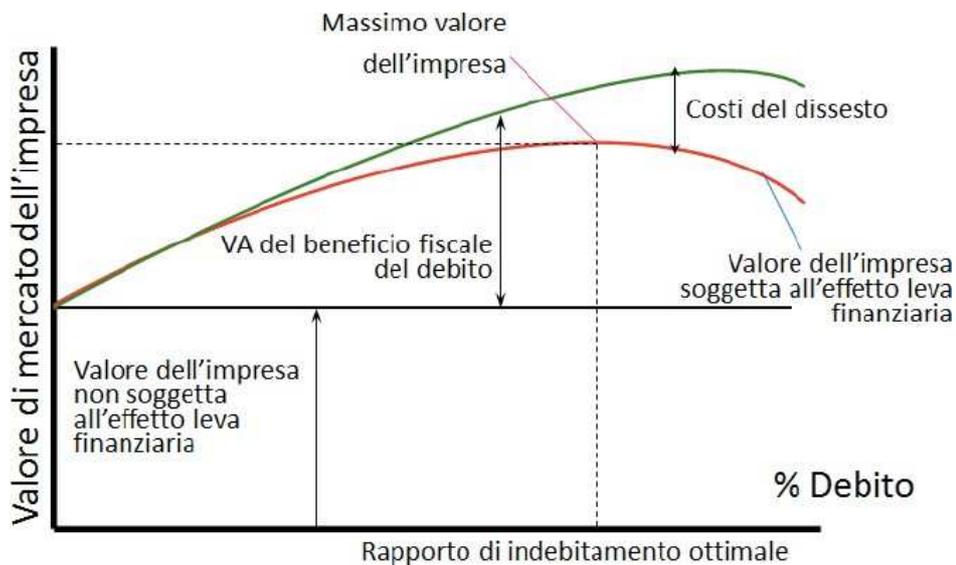


Figura 1 – valore dell'impresa in relazione alla percentuale di debito

Dalla figura si evince che il valore dell'impresa è ricavabile nel modo seguente.

$$V_L = V_U + V_T - V_F$$

V_L = valore complessivo (levered) dell'impresa

V_U = valore unlevered, in assenza di debito

V_T = valore dei benefici fiscali

V_F = valore degli effetti negativi dell'indebitamento

Secondo questa teoria, grazie ad una migliore scelta nel trade-off tra i benefici dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari ed i costi del dissesto possiamo raggiungere un rapporto di indebitamento ottimale e, di conseguenza anche la struttura finanziaria ottima per la nostra impresa.

La teoria del trade-off considera i costi di fallimento non solo in relazione alla loro entità ma anche rispetto alla probabilità che il fallimento si verifichi ipotizzando un legame inverso tra debito e probabilità di fallimento, a partire da un livello di soglia critica dei costi di fallimento.

Sebbene questa teoria abbia ricevuto numerose critiche, evidenzia un aspetto molto rilevante della struttura finanziaria delle imprese, ossia che il rapporto di indebitamento ottimale può variare da impresa a impresa e soprattutto tra i diversi settori.

1.1.5 *La pecking-order theory*

La pecking order theory, detta anche teoria dell'ordine di scelta, fu introdotta da Donaldson nel 1961 e successivamente sviluppata ed ampliata da Myers e Majluf¹² nel 1984 e in particolare da Fazzari, Hubbard e Petersen nel 1988. Tale teoria stabilisce un ordine gerarchico della scelta delle fonti di finanziamento che le imprese dovrebbero seguire basato sul concetto di asimmetrie informative.

La teoria si basa su tre ipotesi di base:

- 1) Assenza di imposte e costi transazionali;
- 2) Tasso d'interesse privo di rischio nullo;
- 3) Esistenza di un mercato finanziario efficiente.

L'informazione asimmetrica, nota anche come fallimento dell'informazione, denota una situazione in cui una parte possiede maggiori informazioni rispetto all'altra parte. Di solito sono i gestori interni dell'azienda a possedere maggiori informazioni rispetto ai soggetti terzi quali creditori e investitori che per proteggersi dal rischio che stanno assumendo richiedono un tasso di rendimento più elevato. Possiamo quindi assumere che l'asimmetria informativa causa un aumento dei costi delle fonti di finanziamento esterne. Questo influenza le scelte delle imprese, portandole a preferire le fonti di finanziamento interne a quelle esterne. Le imprese, quindi, prediligono forme di finanziamento interne, cercando di finanziare le loro opportunità di investimento ricorrendo agli utili non distribuiti senza provocare, al tempo stesso, brusche variazioni dei dividendi. A causa delle politiche sui dividendi molto rigide ed alle fluttuazioni di mercato che fanno variare i flussi di cassa, le imprese potrebbero non essere sempre in grado di finanziarsi solo tramite gli utili ma potrebbero avere la necessità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne. Tra le varie forme di finanziamento esterne le imprese utilizzano per primo il debito bancario, poi fondi ibridi come le obbligazioni convertibili e infine, come ultima risorsa, ricorrono all'emissione di azioni.

Tra le fonti di finanziamento esterne il debito bancario viene preferito all'emissione di azioni per una serie di motivazioni. Principalmente perché le banche, effettuando direttamente l'attività di selezione e monitoraggio delle imprese, riescono ad attenuare il grado di asimmetrie informative, ciò gli consente di richiedere un tasso di remunerazione meno elevato che abbassa i costi del debito per l'impresa, inoltre le aziende di credito in uno scenario di informazione imperfetta operano come produttrici di informazioni apportando dei benefici in termini di costi indiretti all'impresa. L'emissione di un prestito, infatti, comporta spesso un aumento nei corsi azionari mentre l'emissione diretta di nuove azioni, recepita dagli investitori come una notizia negativa,

¹² Cfr. Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have*, Journal of financial economics, North-Holland, 1984.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

comporta una diminuzione del loro prezzo. Oltre ai costi di agenzia, nel valutare una nuova emissione di azione, bisogna prendere in considerazione gli altri costi che comporta (costi di rating, pubblicità e certificazione, collocamento) che la rendono la forma di finanziamento più costosa.

Nello scegliere la composizione finanziaria del debito possiamo affermare che non esiste un obiettivo ben definito del rapporto di debito/capitale netto, in quanto vi sono due tipi di finanziamento che confluiscono nel capitale netto, uno interno e uno esterno, uno in testa all'ordine di scelta e uno in fondo. Il rapporto di indebitamento per ciascuna impresa riflette, dunque, le sue necessità di ricorrere al debito esterno.

Dalla teoria dell'ordine di scelta possiamo dedurre che le imprese più redditizie sono quelle che fanno meno ricorso al debito non perché abbiano un rapporto d'indebitamento obiettivo minore ma perché non necessitano di denaro esterno, mentre le imprese meno redditizie fanno un ampio ricorso al debito estero a causa della scarsità di fondi interni insufficienti a coprire le necessità di investimento.

I rapporti di indebitamento variano in presenza di uno squilibrio tra il flusso di cassa interno, al netto dei dividendi, e le reali opportunità di investimento.

La teoria dell'ordine di scelta ipotizza, inoltre, che il beneficio fiscale degli interessi sia un obiettivo secondario.

Studi condotti su questa teoria dimostrano che non ricopre un'importanza di prim'ordine nella determinazione della struttura finanziaria delle imprese. Ad ogni modo molte grandi imprese, come dimostrato anche da uno studio di Zeidan, Galil e Shapir¹³ condotto nel 2018 su alcune grandi imprese del Brasile, sembrano seguire quest'ordine gerarchico nella scelta delle modalità di finanziamento che prevede la preferenza per l'utilizzo dell'autofinanziamento, poi del debito poco rischioso, poi del debito più rischioso, e solo infine viene considerata con riluttanza l'aumento del capitale sociale tramite il collocamento di nuove azioni. Tale comportamento viene perseguito fino al punto di rifiutare alcune opportunità di investimento, piuttosto che adottare modalità di finanziamento poco gradite.

Alcuni studiosi, come Myers e Shyam-Sunder¹⁴, sostengono che la pecking order theory chiarisce meglio alcuni aspetti rispetto alla trade-off theory, mentre Goyal and Frank¹⁵ affermano che la teoria fallisce quando viene applicata alle piccole imprese per le quali le asimmetrie informative rappresentano una problematica rilevante.

¹³ Cfr. Zeidan R., Galil K., Shapir. O., *Do ultimate owners follow the pecking order theory? Evidence from Brazil*, Quarterly review of economics and finance, 2018.

¹⁴ Cfr. Shyam- Sunders L., Myers S.C., *Testing static trade-off against pecking order model of capital structure*, Journal of financial economic, vol 51, pp. 219-224, 1999.

¹⁵ Cfr. Frank, Murray Z., Goyal Vidkan K., *Testing the pecking order theory of the capital structure*, 1 novembre 2018.

1.1.6 La teoria dei segnali

La teoria dei segnali si sviluppa grazie ai contributi di Ross¹⁶ (1977), Leland e Pyle¹⁷ (1977) che attraverso uno schema di *signalling* mettono in evidenza gli effetti che la presenza di asimmetrie informative ha sulle scelte di finanziamento delle imprese.

L'ipotesi alla base della teoria è rappresentata dalla differenza di informazioni tra imprenditori e stakeholder esterni, ne consegue che l'unico modo che ha l'imprenditore per convincere gli operatori finanziari ad investire nei propri progetti imprenditoriali consiste nel far ricorso a dei segnali, ossia nell'attuare determinati comportamenti che possono fungere da indicatori positivi sulla qualità dei progetti proposti.

Il segnale preso in considerazione dai due autori è la propensione dimostrata dall'imprenditore nell'investire risorse proprie nei progetti. In presenza di asimmetria informative la disponibilità da parte degli operatori finanziari ad investire all'interno dell'impresa è direttamente proporzionale alle risorse investite dall'operatore stesso ossia, in termini di indicatori, del tasso di incidenza del capitale di rischio sul totale del passivo.

Le modalità di finanziamento dell'impresa risultano avere un impatto rilevante sul valore dell'impresa, infatti alle imprese con un elevato rapporto di capitalizzazione viene attribuito, a parità di altre condizioni, un valore superiore rispetto ad imprese che fanno ampio ricorso al debito.

Questo implica che, di conseguenza, le imprese con un rapporto di capitalizzazione maggiore dispongano di una più elevata capacità di indebitamento in quanto trovano una maggiore disponibilità da parte degli operatori finanziari ad investire nei loro progetti. Un livello di capitalizzazione elevato trasmette, quindi, un segnale di solidità dell'impresa permettendogli di raccogliere capitale a titolo di debito.

Secondo la teoria dei segnali, in presenza di asimmetrie informative, le operazioni sulla composizione della struttura finanziaria possono trasmettere al mercato informazioni altrimenti difficili da comunicare.

Ross analizza come le operazioni sulla struttura finanziaria dell'azienda vengano percepite dagli operatori esterni quali segnali di una modificazione del grado di rischio dell'impresa stessa. Ciò, nel caso particolare della leva finanziaria e di un maggiore ricorso al debito, può mandare un segnale di maggiore stabilità in quanto l'impresa comunica la capacità di far fronte al pagamento degli interessi e alla restituzione del capitale. L'autore sottolinea che tale strategia può essere attuata solo da imprese di successo, poiché in caso contrario provocherebbe oneri eccessivi.

1.2 La struttura finanziaria delle PMI

La struttura finanziaria delle PMI è determinata da fattori che differiscono quasi completamente da quelli che influenzano la struttura finanziaria delle grandi imprese. Per poter comprendere la natura di questi fattori

¹⁶ Cfr. Ross S.A., *The determination of financial structure: the incentive-signally approach*, The bell journal of economics, vol.8, n.1, pp.23-40, Spring 1977.

¹⁷ Cfr. Leland H.E., Pyle D.H., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, The journal of finance, vol.32, n.2, pp. 371-387, Papers and proceeding of the thirty-fifth annual meeting of the american finance association, Atlantic city, New Jersey, May 1977.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

dobbiamo soffermarci sull'analisi dei principali aspetti che denotano questa categoria di imprese. La classificazione delle imprese rientranti in questa categoria viene fatta tenendo conto di fattori quantitativi, che ne determinano la categoria dimensionale (numero di addetti, fatturato, capitale investito, valore aggiunto, ecc.), e fattori qualitativi che tengono conto di aspetti soggettivi delle singole imprese. I criteri quantitativi, solitamente, seguono un approccio giuridico e vengono utilizzati in campo normativo legislativo mentre i criteri qualitativi seguono un approccio sostanziale e vengono utilizzati per scopi di ricerca economico-aziendale. Per quanto riguarda l'approccio quantitativo ci basiamo sulla classificazione dimensionale fatta dall'Unione Europea tramite il decreto legislativo 139/2015 che, basandosi su tre criteri quali il numero di addetti, i ricavi netti e lo stato patrimoniale, prevede la divisione delle aziende nelle seguenti categorie:

- *Microimprese*: caratterizzate da un numero di addetti inferiore a 10, il totale di ricavi netti non superiore a 700 mila euro e uno stato patrimoniale non superiore a 350 mila euro.
- *Piccole imprese*: caratterizzate da un numero di addetti inferiore a 50, il totale di ricavi netti non superiore a 8 milioni di euro e uno stato patrimoniale non superiore a 4 milioni di euro
- *Medie imprese*: caratterizzate da un numero di addetti non superiore a 250, un totale dei ricavi non superiore a 40 milioni e uno stato patrimoniale non superiore a 20 milioni.

Sebbene questi parametri ne diano una definizione formale non sono in grado di cogliere le diversità del fenomeno in analisi, in quanto considerano nello stesso gruppo strutture con caratteristiche organiche e settoriali molto diverse. Da qui la necessità di considerare, nel classificare queste imprese, anche aspetti di tipo qualitativo come i sistemi di corporate governance, la cultura imprenditoriale o l'orientamento strategico di fondo.

Tra le caratteristiche qualitative di questa categoria di imprese possiamo notare, in primo luogo, la predominanza del soggetto economico, ossia una forma di conduzione accentrata nelle mani del proprietario dell'azienda e di pochi soci, talvolta basata sulla conduzione familiare. Questo comporta una limitata presenza di figure di management e uno scarso utilizzo del processo di delega. Queste imprese sono inoltre caratterizzate da uno scarso sviluppo del sistema informativo, limitato alle sole informazioni imposte dalla legge, e da una pianificazione strategica limitata al breve termine che spesso non viene esplicitata formalmente ma costituisce un patrimonio conoscitivo del solo imprenditore. Data la dimensione queste imprese non dispongono della capacità di influenzare il mercato trovandosi a competere con un numero elevato di aziende simili.

Possiamo affermare che tutti questi fattori, quantitativi e qualitativi, contribuiscono a plasmare la composizione finanziaria dell'impresa influenzando l'imprenditore nella scelta delle fonti di finanziamento.

La diversa composizione delle fonti di finanziamento rispetto alle grandi imprese è dettata anche da una diversa funzione che queste aziende intendono perseguire. Infatti, mentre le grandi aziende hanno l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa per azionisti e principali stakeholder, i gestori delle PMI hanno come principali obiettivi il mantenimento del controllo e l'indipendenza dell'impresa.

Questo presupposto li conduce, esaurita la disponibilità di autofinanziamento, a ricorrere prevalentemente al debito, di solito di natura bancaria e a breve termine, ed in misura minore al capitale di rischio esterno.

Questa decisione può essere condizionata anche da una forte opacità informativa che le caratterizza, e che rende altre forme di finanziamento maggiormente costose, e dalla disponibilità di pochi asset da offrire in garanzia.

Finora la letteratura sulle determinanti della struttura finanziaria si è concentrata quasi esclusivamente sull'analisi delle caratteristiche delle grandi imprese caratterizzate da azionariato diffuso e dalla separazione tra proprietà (azionisti) e controllo (manager), considerando le piccole e medie imprese come delle grandi imprese in embrione. Studi più recenti si sono dedicati allo studio di questa categoria di imprese, in quanto richiedono un approccio specifico, a causa della scarsa apertura a soci esterni e della mancanza di titoli quotati in mercati ufficiali che ne rendono ancora più difficile il ricorso a nuovo capitale. Le principali teorie per la scelta della struttura finanziaria non si ritengono applicabili alle imprese di minori dimensioni, di conseguenza questi studi cercano di sviluppare delle teorie per la scelta di un rapporto debito/equity ottimale differente da quello per le imprese di maggiori dimensioni, basandosi su apposite variabili rilevanti.

1.2.1 Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI

Per poter comprendere le discriminanti che influenzano i rapporti di questa categoria con i finanziatori esterni è necessario analizzare le caratteristiche che le differenziano dalle grandi imprese.

Alcuni studi di Lopez-Grazia e Sorgorb-Mira¹⁸ evidenziano come le variabili esplicative della struttura finanziaria siano le stesse per entrambe le tipologie di imprese, mentre cambia la significatività e l'impatto che hanno sulla leva finanziaria.

In uno studio condotto da Cressy-Olofson nel 1997 emergono le principali differenze nella struttura finanziaria nelle PMI e le variabili che ne influenzano la composizione, rispetto alle grandi imprese:

- solitamente sono meno indebitate
- presentano una maggiore incidenza del debito a breve termine
- il debito finanziario è quasi esclusivamente debito bancario
- si basano maggiormente sui fondi interni per finanziare gli investimenti
- si ha una maggiore incidenza del capitale circolante e minore degli investimenti fissi
- sono più rischiose finanziariamente ed hanno quindi tassi di insolvenza/fallimento maggiori
- ricorrono raramente alla raccolta di capitale di rischio al di fuori della compagine proprietaria

Tali caratteristiche potrebbero essere spiegabili tramite la pecking-order theory sviluppata da Shyam-Sundars e Myers nel 1999. Tale teoria, basandosi sul concetto di asimmetrie informative, sembrerebbe particolarmente

¹⁸ Cfr. Lopez-Grazia J., Sorgorb-Mira F., *Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs*, Small business economics, vo.31, issue 2, pp. 117-136, 2008.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

adatta a spiegare le scelte di natura finanziaria delle PMI essendo caratterizzate da un'elevata opacità informativa, nonché da rischi più elevati di moral hazard e adverse selection, che rendono elevati i costi di accesso al finanziamento esterno.

Molti studiosi hanno ritenuto che la pecking-order theory dovesse essere rivisitata tenendo in considerazione l'effetto del *control diversion* che caratterizza le PMI che per evitare il controllo di soggetti esterni e la diluizione della proprietà tendono a fare affidamento, per la copertura del fabbisogno, a fonti di finanziamento autogenerate evitando il ricorso a all'emissione di capitale da parte di soggetti terzi.

Per le PMI, inoltre, l'obiettivo di massimizzazione del valore di mercato e l'effetto delle asimmetrie informative sul valore delle azioni sono poco rilevanti, essendo in prevalenza imprese non quotate.

Un ulteriore elemento che fa ritenere opportuna una riformulazione della POT è la prevalenza del debito a breve termine che è coerente con la struttura dell'attivo (*matching* per scadenze tra fonti e fabbisogno), con i problemi di agenzia nel rapporto con i creditori e con il minor potere contrattuale nei confronti degli intermediari finanziari.

Molto spesso nelle PMI il debito è fornito dai proprietari o è garantito con garanzie personali o sul patrimonio personale, elemento che rende difficile distinguere il debito finanziario dell'impresa dai mezzi propri investiti dall'imprenditore.

Le rivisitazioni apportate alla POT per le PMI trovano conferma nelle analisi che le verificano empiricamente. Nello studio di Michaelas et al.¹⁹ (1999) condotto su un campione di 3500 PMI (imprese con meno di 200 addetti) nel Regno Unito, vengono considerati quasi tutti i settori industriali nel periodo 1988-1995. In questo studio si considera un orizzonte temporale sufficientemente ampio da consentire di indagare anche gli effetti del ciclo economico sulle scelte di finanziamento delle PMI. Gli autori considerano gli effetti di un elevato numero di determinanti sia sull'indebitamento totale sia sulla struttura per scadenza del debito. Tra i risultati ottenuti abbiamo che la determinante fiscale non è rilevante, sia misurata come aliquota fiscale effettiva che come scudi fiscali alternativi al debito, e questo si spiegherebbe con il fatto che le PMI sono generalmente meno profittevoli e quindi hanno meno utili da utilizzare per lo scudo fiscale. In secondo luogo, le imprese più profittevoli sono meno indebitate, soprattutto meno indebitate a lungo termine: all'aumentare della redditività, accantonano gli utili e rimborsano il debito a lungo termine. Per quanto riguarda la composizione dell'attivo, essa incide sull'indebitamento. Dall'analisi dei casi aziendali è stato evidenziato che l'incidenza dell'attivo fisso tangibile aumenta l'indebitamento a lungo termine e l'incidenza delle scorte aumenta l'indebitamento a breve termine. Le PMI fanno maggiore affidamento sulle garanzie che potrebbero essere offerte ai finanziatori bancari, perché hanno maggiori asimmetrie informative, maggiori costi di monitoraggio e sono considerate in genere più rischiose. La maggiore difficoltà a riscuotere i crediti porta le PMI a ricorrere al debito a breve piuttosto che quello a lungo termine. Lo studio ha evidenziato anche una relazione positiva con lo sviluppo

¹⁹ Cfr. Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P., *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical from company pannel data*, Small business economic, vol.12, issue 2, pp. 113-130, 1999.

delle imprese: quelle più dinamiche hanno infatti un maggiore fabbisogno finanziario da finanziare con le fonti esterne e quindi con il debito finanziario. Un altro elemento emerso è che, man mano che aumentano di dimensione, le imprese sostituiscono il debito a breve termine con il debito a lungo termine. Gli autori hanno anche notato che le imprese più giovani sono più indebitate, questo probabilmente perché hanno minori riserve di utili accantonati. Dallo studio è emerso che l'effetto settore è rilevante per tutti i settori analizzati, si è notata un'influenza sia a livello di indebitamento sia nella struttura per scadenza del debito. Si è dimostrato rilevante anche il ciclo economico, durante i periodi di recessione, aumenta l'indebitamento a breve e si riduce quello a lungo termine. Viceversa, nella fase espansiva. In recessione, le imprese conseguono meno utili, accumulano scorte e riscontrano ritardi nei pagamenti dai clienti, sono quindi costrette a fare ricorso in misura maggiore al debito finanziario a breve termine. Di contro rallenta il processo di accumulazione del capitale e quindi si riduce l'indebitamento a lungo termine. In espansione avviene il contrario: utilizzano maggiori utili per rimborsare il debito a breve termine e riprendono ad effettuare investimenti fissi.

In sintesi, possiamo affermare che, sebbene le variabili prese in considerazione siano rilevanti, la pecking order theory sembra avere un potere esplicativo molto basso (non supera il 25%), mentre un 75% di variabilità dell'indebitamento delle PMI analizzate non si riesce a spiegare.

Lopez-Grazia e Aybar-Arias²⁰ (2000) hanno verificato la pecking-order theory su un campione di imprese spagnole nel periodo 1994-1995 tenendo in considerazione due sole variabili: la dimensione e il settore come indicatore indiretto dell'attivo tangibile e quindi di collaterale da offrire a garanzia del debito bancario. Questo studio, con risultati contraddittori, evidenzia che il settore non risulta una variabile rilevante e contrariamente alle attese sono le medie imprese a fare ricorso all'autofinanziamento mentre le microimprese fanno maggiore ricorso al debito bancario a breve termine.

Invece lo studio condotto da Hall²¹ (2004) era indirizzato ad indagare se il paese di appartenenza influenza le scelte di struttura finanziaria delle PMI. L'analisi partiva dalla riflessione che, nel caso delle PMI, la rilevanza dell'effetto country-specific potrebbe assumere un'importanza particolare perché, trattandosi d'impresе non quotate, è ragionevole ritenere che le loro scelte di finanziamento siano maggiormente influenzate dalla specificità del paese di appartenenza. Dallo sviluppo dell'analisi si evince che l'effetto country modifica il modello di scelta della struttura finanziaria e che le differenze tra paesi, nell'impatto delle determinanti più frequentemente utilizzate, sull'indebitamento a breve termine e a lungo termine (redditività, sviluppo, tangibilità dell'attivo, dimensione ed età), non dipendono dal fatto che le imprese assumono valori diversi di queste caratteristiche tra paesi. In sintesi, alcune determinanti sono rilevanti e altre no, ed inoltre, anche l'impatto di quelle rilevanti è diverso. Oltre al potere esplicativo comunque basso, si evince che l'effetto paese fa variare il legame determinanti-leva. I paesi in cui le determinanti indicate sono meglio in grado di spiegare

²⁰ Cfr. Lopez-Grazia J., Aybar-Aries J. *Small business economics*, vol.14, issue 1, pp. 55-63, February 2000.

²¹ Cfr. Hall Graham C., Hutchinson Patrick J., Michaelas N., *Determinant of the capital structure of european SMEs*, journal of business finance and accounting, vol.31, issue 5-6, pp. 711-728, June 2004.

la leva sono il Regno Unito, l'Italia e la Spagna, ossia quelli in cui sono esistenti le imperfezioni del mercato dei capitali che le determinanti misurano in maniera più o meno diretta.

1.3 Conclusioni

Cercando di riassumere quanto analizzato in questo primo capitolo possiamo affermare che le scelte di struttura finanziaria delle imprese non sono perfettamente sostituibili. In questo primo capitolo sono state analizzate tutte le teorie sviluppate a riguardo che enunciano le varie discriminanti che influenzano questo tipo di scelte all'interno di un'azienda, come la tassazione, le asimmetrie informative, le dimensioni e il settore dell'azienda, il livello di patrimonializzazione e il costo delle varie fonti di finanziamento. Le varie teorie producono risultati contrastanti, tranne per quanto riguarda l'effetto della tassazione, in quanto ognuna di esse si concentra su alcuni aspetti tralasciandone degli altri. Dunque, possiamo concludere, che non è possibile stabilire una struttura finanziaria ottimale, per una determinata categoria di impresa o per uno specifico settore aziendale. Per riuscire ad ottenere l'indebitamento ottimale per un'impresa dovremmo prendere in considerazione la situazione in cui la singola impresa opera e le infinite variabili finanziarie e di gestione aziendale.

Sono stati presi in considerazione molti studi empirici che partendo dall'osservazione dei comportamenti assunti dalle imprese, tenendo in considerazione più variabili, cercano di formulare induttivamente risultati coerenti al concreto agire degli operatori economici.

Analizzando la struttura finanziaria delle PMI, possiamo notare come queste siano caratterizzate da alcuni elementi distintivi quali la forte patrimonializzazione dell'impresa, la scarsa propensione a diluire il capitale dell'impresa e la preferenza per l'indebitamento bancario a breve termine.

Questa forte dipendenza dal sistema bancario e l'assenza di una pianificazione finanziaria a lungo termine hanno come conseguenza una forte fragilità delle PMI.

I modelli teorici non si sono dimostrati adatti ad analizzare i comportamenti di questa categoria di imprese, di conseguenza molti studiosi hanno condotto studi empirici per confermare o adattare i modelli teorici alle caratteristiche specifiche delle PMI.

Questi studi spesso hanno prodotto risultati contrastanti e questo, come hanno evidenziato numerosi autori nelle loro ricerche, potrebbe essere influenzato dalle politiche dei paesi in cui operano le imprese o dalle caratteristiche caratteriali dell'imprenditore che le guida.

Nel prossimo capitolo ci concentreremo sulla struttura finanziaria delle imprese italiane, ed in particolare delle PMI, analizzando quali sono stati i fattori economici e le manovre di governo che ne hanno influenzato la composizione e quali potrebbero essere le possibili alternative ed eventuali evoluzioni.

CAPITOLO II- La struttura finanziaria delle imprese italiane

Nel capitolo precedente abbiamo analizzato le varie teorie che studiano i fattori che influenzano e determinano la struttura finanziaria delle imprese.

In questo capitolo prenderemo in analisi le imprese italiane cercando di comprendere quali sono i fattori che ne determinano la struttura finanziaria, prestando maggiore attenzione agli effetti del sistema di imposizione tributario italiano. In particolare, ci concentreremo sulle piccole e medie imprese, che costituiscono la maggioranza del panorama aziendale italiano

2.1 La struttura finanziaria delle PMI italiane

Le PMI costituiscono il 99,9% delle imprese italiane, di cui il 95% è formato da imprese che impiegano meno di 10 addetti, ossia le microimprese, mentre il resto è formato da imprese che impiegano da 10 a 49 addetti. Le imprese di taglia più grande, da 50 a 249 addetti, sono solamente lo 0,5% del totale.

Dal punto di vista del settore economico, le PMI, soprattutto quelle con meno di dieci addetti, si concentrano nel terziario e nel commercio al dettaglio, mentre salendo di dimensione è più diffusa la presenza di medie imprese nel settore industriale.

Le PMI, oltre a costituire l'ossatura del sistema produttivo nazionale, svolgono un contributo significativo in termini di occupazione, infatti impiegano oltre l'81% degli occupati. Analoga situazione si verifica in termini di valore aggiunto: il 72.4%, esclusa l'agricoltura, è prodotto dalle PMI.

Le PMI italiane presentano le caratteristiche tipiche delle piccole e medie imprese che abbiamo presentato nel capitolo precedente e rispondono alle varie teorie che ne enunciano le determinanti della struttura finanziaria. Le piccole e medie imprese, grazie alla flessibilità, data dalle dimensioni ristrette, garantiscono al sistema produttivo italiano un buon livello di dinamismo. Tuttavia, a causa della limitata disponibilità di capitale, risultano maggiormente vulnerabili al cambiamento e munite di una scarsa capacità di innovazione. Da ciò ne consegue la loro limitata capacità di espansione nel mercato internazionale a causa della forte concorrenza dei paesi emergenti.

Diversi sono i fattori che determinano l'impostazione di tali imprese. Tra di essi possiamo evidenziare il ruolo della proprietà e della gestione familiare e soprattutto il ruolo del sistema finanziario italiano in cui le banche continuano a prevalere sui mercati.

Oltre il 70% delle piccole e medie imprese italiane è soggetto ad un regime di conduzione familiare, che ha come obiettivo principale quello di mantenere l'indipendenza e l'autonomia dell'azienda. Infatti, a causa del timore da parte dei soci di perdere o di diluire il controllo dell'azienda, questa categoria di imprese è caratterizzata da un limitato ricorso alla raccolta di fondi sul mercato dei capitali e di debito. Ciò determina un rallentamento della crescita dell'impresa e una forte dipendenza dal credito bancario a breve termine (debiti commerciali, scoperti di conto corrente, anticipi fatture, crediti autoliquidanti, ecc..).

Questo livello di leverage elevato comporta una scarsità di capitale a disposizione e un maggiore peso degli oneri finanziari.

Analizzando le varie forme di finanziamento a cui queste imprese possono ricorrere possiamo rilevare che l'autofinanziamento non rappresenta al giorno d'oggi una fonte stabile a causa di una diminuzione della redditività, un aumento degli oneri finanziari e ed un'elevata pressione fiscale; i conferimenti a titolo di capitale di rischio da parte dei soci sono una fonte scarsamente rilevante e per lo più a carattere straordinario dato il numero poco elevato di soci e le poche risorse a loro disposizione. Di conseguenza, nasce la necessità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne. Tra queste è molto limitato il ricorso alla raccolta sul mercato dei capitali a titolo di capitale di rischio a causa del timore da parte dei soci di perdere il controllo dell'impresa e dei costi elevati e permanenti che comporta, dettati dalle numerose informazioni richieste e dai pochi strumenti finanziari a loro disposizione, inoltre c'è una scarsa presenza di soggetti esterni pronti ad investire in quanto poco inclini al rischio. Il mercato del debito rimane ancora poco conveniente per questa categoria di imprese che, essendo dotate di poca liquidità, non riescono a fronteggiare gli elevati costi degli strumenti obbligazionari e dell'elevata fiscalità. Risultano inoltre svantaggiate da un giudizio poco adeguato sul proprio merito creditizio, dettato dall'opacità informativa che le contraddistingue, e degli importi poco elevati delle singole emissioni.

La fonte di finanziamento prevalente è il finanziamento bancario essendo caratterizzato da procedure semplici e costi ridotti. Le banche sono in grado di procurarsi autonomamente informazioni sull'impresa e inoltre grazie a rapporti di lungo periodo con le imprese entrano in possesso anche di informazioni di tipo qualitativo come ad esempio, capacità manageriali degli imprenditori e qualità della struttura organizzativa. Le banche, riuscendo ad abbattere le asimmetrie informative, sono soggette ad un grado di rischio inferiore e, di conseguenza, possono richiedere un tasso di remunerazione minore che determina un livello dei costi inferiore per l'impresa.

Sebbene il credito bancario possa rappresentare un'opzione più conveniente per le imprese, le rende soggette ad un elevato livello di rischio in quanto nelle fasi negative di mercato le banche tendono a diminuire la disponibilità di fondi e richiedono un tasso di remunerazione più elevato.

Ciò rispecchia quanto avvenuto in seguito alla crisi bancaria del 2008, durante la quale molte aziende hanno affrontato diverse difficoltà a causa della carenza di capitali dovuta al *credit crunch*²² delle banche. Questa situazione ha portato la maggior parte delle aziende a ricorrere a forme alternative di finanziamento, infatti durante questo periodo è stata registrata una forte diminuzione del ricorso al debito bancario da parte delle imprese.

²² Termine che indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese) in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta.

2.2 Canali di finanziamento alternativi al credito bancario

Per eliminare questa carenza di capitale e diminuire la dipendenza dal sistema bancario le imprese italiane dovrebbero mettere in atto un processo di diversificazione delle fonti di finanziamento.

Di seguito un'analisi delle possibili forme di finanziamento alternative:

- **Mercato azionario:** la quotazione sul mercato azionario resta ancora una soluzione scelta da un numero limitato di imprese, prevalentemente di grandi dimensioni. Il segmento AIM Italia, sistema di negoziazione multilaterale di Borsa italiana dedicato alle PMI, prevede un processo di ammissione più flessibile e mirato a proporre le aziende in modo efficiente ad una platea di investitori focalizzati sulle small caps. Il sistema propone un regime di informazioni obbligatorie agevolato, infatti, in fase di ammissione, non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo e, in seguito, non è prevista la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione.

Il mercato si basa sulla figura del *nominated adviser*, un soggetto responsabile della valutazione circa l'adeguatezza dell'azienda ai fini della quotazione e dell'assistenza dell'impresa durante il periodo di permanenza sul mercato. Il numero di società quotate su questo segmento è in rialzo seppure ancora marginale rispetto al mercato MTA.

Figura 2: Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa italiana (miliardi di euro)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MTA¹						
capitalizzazione	457	425	332	365	445	466
in % del Pil ²	30,1	27,4	21,1	23,3	28,6	29,5
controvalore scambi	646	715	684	487	526	702
società quotate domestiche	280	272	263	255	249	244
società ammesse	2	2	3	2	7	6
società revocate	12	10	12	10	13	11
rapporto dividendi – prezzi ²	5,0	3,9	5,0	4,2	3,1	3,0
rapporto utili – prezzi ²	5,3	7,7	8,8	7,2	5,0	5,2
rapporto prezzo – utili Ftse Mib	18,9	13,2	11,1	13,9	20	18,9
AIM Italia						
capitalizzazione	0,6	0,6	0,6	0,6	1,2	2,0
società quotate	11	19	24	27	36	57
<i>totale società quotate³</i>	<i>332</i>	<i>332</i>	<i>328</i>	<i>323</i>	<i>326</i>	<i>342</i>

L'accesso al mercato di un'impresa tramite quotazione rappresenta un'opportunità per favorire la crescita aziendale e la dismissione totale o parziale dell'azienda sfruttando la maggiore liquidità fornita dal mercato. La quotazione, quindi, deve essere vista come un mezzo, piuttosto che come un fine da raggiungere. Uno dei vantaggi relativi alla quotazione è la possibilità di reperire capitali da una fonte alternativa al credito bancario. Inoltre, è possibile ottenere un pricing dell'azienda più trasparente in

[Digitare qui]

[Digitare qui]

quanto la quotazione sui mercati è costantemente aggiornata, ciò rende più semplice le operazioni di cessione di una quota, fusione e acquisizione. Per le imprese quotate è possibile introdurre piani di remunerazione del management legati all'andamento delle azioni per sottoporlo ad una maggiore disciplina di mercato. La quotazione in borsa, inoltre, aumenta i livelli di notorietà e trasparenza dell'impresa.

Le imprese italiane intenzionate a quotarsi presentano potenziali di crescita elevati ed ambiziosi. Tuttavia, i costi di quotazione rappresentano un deterrente per le imprese dai mercati borsistici, soprattutto per le PMI. I costi diretti e indiretti possono portare le imprese ad abbandonare i listini o, addirittura, a delocalizzare per spostarsi in mercati più convenienti.

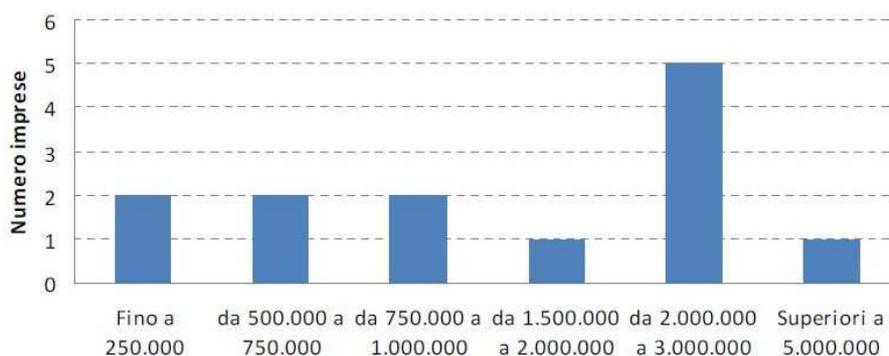
Gli ostacoli che principalmente hanno ostacolato la quotazione delle PMI sono da ricollegarsi all'instabilità di mercato e soprattutto ai costi elevati di listing e di compliance. Questi sono ridotti nei mercati AIM Italia ed ExtraMOT dove sono negoziati i minibond.

I costi elevati, se da un lato creano un disincentivo alla quotazione, da un altro lato, sono utili ad eliminare problemi di selezione avversa, generati dall'accesso al mercato di soggetti con profilo di rischio maggiore.

La quotazione comporta dei costi diretti (i diritti pagati a borsa italiana e i corrispettivi pagati alla Consob) e dei costi indiretti (una struttura societaria più adeguata, compliance, controlli, revisori, pubblicità, ecc..) meno semplici da quantificare.

Il grafico di seguito mostra i costi iniziali sostenuti in media al momento della quotazione dalle imprese italiane.

Figura 2: costi iniziali di quotazione sostenuti dalle imprese quotate



Fonte: Ricerca Astrid&ResPublica “Time for growth: favorire la quotazione in borsa”, 2012

I costi diretti e indiretti sostenuti annualmente successivamente alla quotazione variano tra un ammontare minimo di 135.000 euro ad un massimo di 3.150.000 euro. La maggior parte dei costi sono relativi alle aree di comunicazione e alle fee pagate a Borsa italiana e Consob.

Tabella 1: costi annuali di mantenimento della quotazione

Annual Listing fee	10%
Altre fee pagate a Borsa Italiana	2%
Fee pagate alla Consob	8%
Investor relation Service	32%
Legal Cost	19%
Road Show	9%
Inserzioni obbligatorie su stampa	12%
Custodia e corporate Actions	8%

Fonte: Lazzari V. (a cura di) – Emittenti Titoli “Trends in the European Securities Industry”, 2011

- *Private equity e venture capital*

Il private equity e il venture capital, investimenti sotto forma di capitale di rischio, rappresentano una potenziale fonte di finanziamento a lungo termine per le imprese. Questa forma di intervento all'interno dell'impresa non consiste solamente nel poter raccogliere capitale ma, essendo finalizzata alla creazione di valore, prevede la possibilità di far ricorso ad operatori specializzati che contribuiscono allo sviluppo della società non solo nella fase di start-up, ma anche durante l'introduzione di nuove strategie, piani di sviluppo, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali o altri processi critici del ciclo aziendale. Quindi, il contributo di questo investitore non consiste solo nella fornitura del capitale di rischio ma comprende anche la disponibilità di usufruire del know-how manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'azienda per il raggiungimento di determinati obiettivi, come ad esempio un supporto alla crescita interna, l'utilizzo di contatti e conoscenze appartenenti allo stesso settore.

Queste due tipologie di investitori svolgono sostanzialmente la stessa funzione all'interno dell'impresa differenziandosi solamente in base allo stadio di vita in cui si trova l'azienda al momento dell'intervento, infatti mentre i fondi di venture capital operano in aziende in fase di start-up, i fondi di private equity operano in aziende mature in stato di ristrutturazione.

Figura 4: Private equity e venture capital in Italia



Fonte: AIFI, 2014

Questa fonte di finanziamento, sebbene stia prendendo piede, in Italia resta ancora molto in ritardo rispetto agli altri paesi, trovando maggiore impiego nelle aziende in fase iniziale di sviluppo.

Molto spesso, alcune aziende hanno ritirato la propria quotazione in Borsa avendo ricevuto quotazioni più alte dai propri investitori. Questo fenomeno si sta riducendo da quando gli stessi fondi stanno diventando delle società quotate sui mercati borsistici in un segmento dedicato agli investment vehicles.

I segnali derivanti da questo settore risultano positivi ma il settore resta ancora sottodimensionato rispetto al potenziale del mercato italiano, restano ancora molto ridotti i finanziamenti verso le società ad alto contenuto tecnologico.

- *Equity crowdfunding*

Questa forma di finanziamento prevede l'investimento nel capitale di rischio di un'azienda tramite l'acquisto di un titolo di partecipazione online. Consente di raccogliere le risorse finanziarie per la realizzazione di singoli progetti tramite versamenti, anche molto contenuti, effettuati da parte di singoli investitori. Questa forma di finanziamento risulta di facile sollecitazione e poco costosa in quanto avviene via internet. L'Italia è stata il primo paese a disciplinare l'equity crowdfunding, tramite il decreto sviluppo bis, mettendo a disposizione delle imprese che rientrano nella categoria di start-up innovative dei siti creati appositamente per la raccolta di capitale.

L'equity crowdfunding in Italia ha ottenuto risultati esigui, probabilmente a causa della scarsa conoscenza delle caratteristiche dello strumento o delle stringenti modalità che disciplinano il fenomeno, che hanno lo scopo di tutelare al meglio l'investitore.

Le enormi potenzialità di questo strumento per sostenere idee e progetti, al momento, non sono adeguatamente sfruttate. Una spinta su questo settore potrebbe rappresentare una risorsa importante per lo sviluppo di alcune particolari categorie di imprese.

- *Obbligazioni: private placement e minibond*

Le emissioni di obbligazioni sul mercato primario da parte di società non finanziarie negli ultimi anni hanno subito un calo significativo. Sono aumentate le emissioni destinate a investitori istituzionali, mentre sono diminuiti i titoli collocati presso investitori retail.

Le imprese di medie dimensioni, non potendo avere accesso al mercato mediante offerta al pubblico, in quanto poco trasparenti, ricorrono al private placement, o collocamento privato rivolgendosi a investitori istituzionali. Rispetto all'offerta pubblica, questa forma di emissione, presenta minori costi, maggiore flessibilità contrattuale, minori importi e liquidità delle singole emissioni, ridotte asimmetrie informative tra investitori ed emittenti. Rispetto al prestito bancario presenta costi maggiori ma consente finanziamenti di importi più elevati.

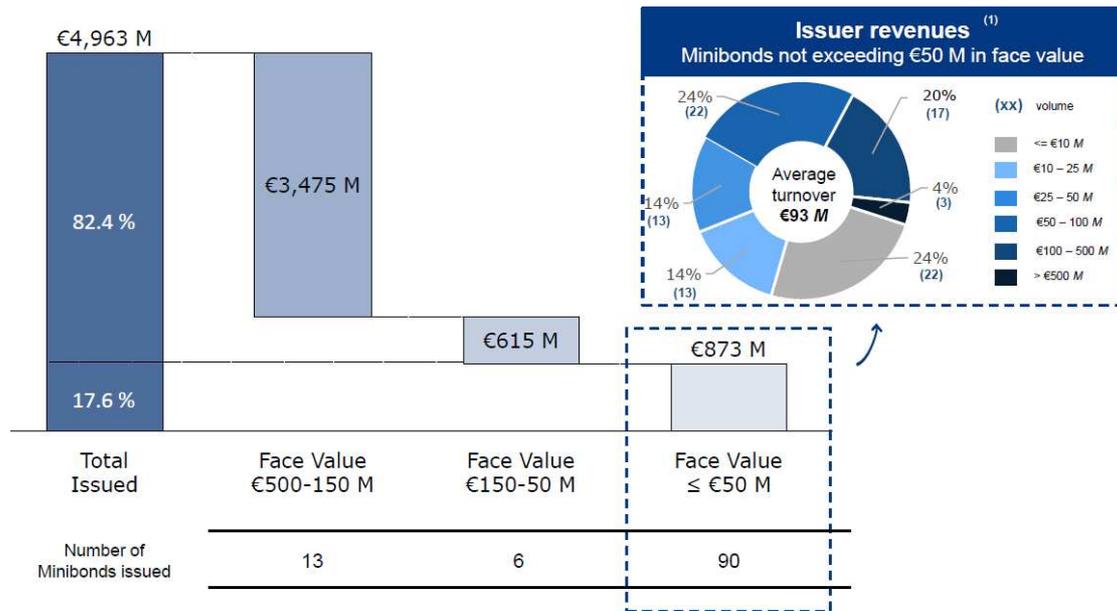
Il mercato del private placement si è sviluppato principalmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito dove è presente una fitta industria del risparmio gestito. In Italia la scarsità di intermediari non bancari e la poca trasparenza di informazioni e di bilancio delle PMI ne hanno limitato lo sviluppo.

In Europa non è presente una disciplina armonizzata riguardo tale strumento, tuttavia possiamo definire il private placement come uno strumento di debito diverso dal debito bancario esente dall'obbligo del prospetto informativo. Nella prassi di mercato, per private placement, si intende un'offerta privata rivolta ad un ristretto gruppo di investitori qualificati, secondo la forma contrattuale di un prestito o di un'obbligazione, a medio lungo termine, con interesse fisso e che non richiede garanzie.

Dal 2012 le PMI non quotate possono utilizzare i minibond, obbligazioni a medio lungo-termine, per la raccolta di capitale da destinare a piani di sviluppo e operazioni di investimento di natura straordinaria. Questi titoli possono essere sottoscritti solo tramite degli investitori professionali, possono essere soggetti a dematerializzazione e quotazione su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione.

L'utilizzo di questo veicolo di finanziamento è ancora inferiore rispetto agli altri paesi, tuttavia negli ultimi anni le emissioni stanno dimostrando un notevole aumento soprattutto da parte di imprese di piccole e medie dimensioni che non avevano mai collocato titoli sul mercato in precedenza.

Figura 5: emissioni totali di Minibot quotati su ExtraMOT Pro (al 30/4/2015)



Fonte: Barometro Minibond Market trends, Epic&MiniBondItaly.it

- *Donation/rewards crowdfunding e peer to peer lending*

Queste due forme di crowdfunding, a differenza dell’equity crowdfunding, offrono la possibilità di conferire del capitale ad un’impresa senza investire nel capitale di rischio di questa.

Nel caso di donazioni effettuate ad un’impresa per sostenerne un progetto senza ricevere nulla in cambio si parla di donation based crowdfunding, mentre nel caso in cui, a fronte del finanziamento di un progetto, si riceva in cambio una determinata ricompensa, non in denaro, si parla di reward based crowdfunding. Se si realizzano dei veri e propri prestiti tra privati, ricompensati con degli interessi si parla di peer to peer crowdfunding.

In Italia, la rete di crowdfunding è ampiamente sviluppata, contando 54 piattaforme di crowdfunding, con progetti finanziati per un ammontare di 30 milioni di euro su un totale mondiale di 5 miliardi.

Questo fenomeno contribuisce a diminuire i costi e le complessità legislative, facendo conoscere i nuovi progetti ad eventuali investitori che generalmente sono fuori dalla rete di contatti abituale.

Fin ora è stata analizzata la struttura delle imprese concentrandosi solamente sulle variabili che la influenzano interne all’azienda. La composizione finanziaria dell’impresa è determinata anche da fattori esterni, come la pressione fiscale. Nei prossimi paragrafi verranno esaminati il sistema tributario italiano e le varie manovre attuate dallo stato in materia di impresa, studiandone la composizione e l’influenza che hanno sulla struttura delle aziende.

2.3 Sistema tributario italiano

Nei paragrafi seguenti verrà analizzata la pressione fiscale a cui sono soggette le varie tipologie di imprese italiane e le riforme tributarie-fiscali che hanno apportato delle modifiche all'imposizione statale.

2.3.1 Tassazione imprese italiane

L'Italia è il paese con il carico fiscale complessivo per le imprese più alto d'Europa, con un ammontare pari al 64.8% ²³dei profitti commerciali.

Tra le varie forme di tassazione possiamo fare una principale distinzione basata sul tipo di impresa che ne è soggetta.

Nel sistema economico italiano sono presenti tre grandi tipologie di imprese: le imprese individuali, le società di persone e le società di capitali.

I redditi prodotti dalle imprese individuali sono attribuiti all'imprenditore e tassati in capo allo stesso.

Per quanto riguarda la tassazione delle società di persone, i redditi da queste prodotti sono attribuiti a ciascun socio in proporzione alla quota di utili percepiti e sono tassati come una componente del suo reddito complessivo. Questo tipo di tassazione segue il principio della trasparenza. Le perdite registrate dalla società possono essere sottratte dal reddito del socio. Appartengono a questa tipologia di società le società semplici (s.s) caratterizzate dalla presenza di soci solidalmente e illimitatamente responsabili, le società in nome collettivo (s.n.c.) e le società in accomandita semplice (s.a.s.), entrambe caratterizzate dalla presenza di soci accomandanti, solidalmente e illimitatamente responsabili, e di soci accomandatari, personalmente e limitatamente responsabili.

I redditi prodotti dalle società di capitali sono tassati in capo alla società, resta comunque disponibile l'opportunità di ricorrere al principio di tassazione per trasparenza che prevede la tassazione in capo ai singoli soci. Fanno parte di questo tipo di società le società per azioni (s.p.a.), le società in accomandita per azioni (s.a.p.a), le società a responsabilità limitata (s.r.l.) e le società a responsabilità limitata semplificate.

Le imprese familiari per quanto riguarda la tassazione sono trattate come società di persone, ciò rappresenta un notevole vantaggio fiscale dato dal fatto di poter distribuire il reddito tra i familiari che consente di attenuare gli oneri fiscali derivanti dalla progressività dell'imposta.

Di seguito presenteremo le varie tipologie di imposte che gravano sulle imprese italiane. Per ognuna saranno presentati i soggetti passivi, la determinazione dell'imposta e la base imponibili.

L'*IRPEF*, l'imposta diretta sul reddito di persone fisiche, è un'imposta diretta a carattere progressivo, in quanto colpisce il reddito con aliquote che dipendono dagli scaglioni di reddito, e personale, in quanto oltre ai redditi tiene conto anche di situazioni personali e familiari del contribuente.

I soggetti passivi di questa imposta sono le persone fisiche residenti nel territorio italiano per redditi prodotti ovunque, le persone fisiche non residenti nel territorio italiano per redditi prodotti in Italia e soggetti passivi

²³ Fonte: rapporto Paying Taxes 2019 redatto da Banca mondiale e PwC.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

impropri, quali i soci di società di persone e di società di capitali che hanno adottato il regime di tassazione per trasparenza.

Questo tipo di imposta si basa sul possesso di redditi rientranti in determinate categorie: redditi fondiari, redditi di capitale, redditi da lavoro dipendente, redditi da lavoro autonomo, redditi d'impresa e redditi diversi.

L'imposta lorda è determinata applicando al reddito complessivo le seguenti aliquote per scaglioni di reddito:

- Fino a 15000€, 23%
- Oltre 15000€ e fino a 28000€, 27%
- Oltre 28000€ e fino a 55000€, 38%
- Oltre 55000€ e fino a 75000€, 41%
- Oltre i 75000€, 43%

All'imposta lorda vanno applicate eventuali detrazioni previste (crediti d'imposta, ritenute ed acconti) ottenendo l'imposta netta, l'importo dell'imposta dovuta.

L'*IRES*, introdotta con la Riforma Tremonti del 2003, è un'imposta sul reddito delle società di capitali.

È un'imposta diretta, a carattere proporzionale, in quanto il debito d'imposta aumenta nella stessa proporzione all'aumentare della base imponibile, e generale, in quanto colpisce tutti i redditi dei soggetti passivi.

I soggetti passivi di questa imposta sono: le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le cooperative e mutue assicurazioni, gli enti pubblici e privati diversi dalle società, nonché i trust, residenti nel territorio italiano, che hanno per oggetto esclusivo e principale l'esercizio di attività commerciali, gli enti pubblici e privati diversi dalle società e i trust che non hanno per oggetto esclusivo e principale l'esercizio di attività commerciale nonché gli organismi di investimento collettivo del risparmio, residenti nel territorio dello stato, le società e gli enti di ogni tipo, compresi i trust, con o senza personalità giuridica, nonché residenti nel territorio dello stato.

Le società cooperative sono soggette ad un regime di tassazione agevolato che prevede l'esclusione di una quota di utili accantonati a riserva indivisibile.

L'imposta viene calcolata usando come base imponibile il reddito di impresa a cui viene applicata un'aliquota del 24 %, su un periodo di imposta dato dall'esercizio che, se non indicato diversamente, corrisponde all'anno.

Il reddito è misurato in base ad un criterio di competenza e non di cassa, distinguendo le componenti del reddito in:

- *Componenti positive*: ricavi, plusvalenze patrimoniali relative ai beni dell'impresa, variazioni rimanenze, sopravvenienze attive, dividendi e utili, interessi attivi da capitali dati a prestito, redditi da immobili non strumentali.
- *Componenti negative*: costi d'esercizio, minusvalenze realizzate, sopravvenienze passive, interessi passivi, ammortamenti.

È prevista la possibilità di eventuali deduzioni quali perdite, interessi passivi, dividendi e plusvalenze, esenzione da partecipazioni in altre società. Per quanto riguarda l'esenzione di partecipazioni in altre società

[Digitare qui]

[Digitare qui]

la Riforma Tremonti del 2004 prevede l'esenzione dei dividendi al 95%, l'esenzione delle plusvalenze al 95% e l'indeducibilità totale delle minusvalenze.

L'IRES ha sostituito l'IRPEG col decreto legislativo 344 del 12 dicembre 2003 e con la successiva legge n.80/2003 "Delega al governo per la riforma fiscale".

L'IRPEG, l'imposta sul reddito delle persone giuridiche, è un'imposta diretta di tipo personale e proporzionale.

I soggetti passivi di tale imposta sono: le società di capitali, le cooperative, gli enti pubblici e privati che non svolgono attività commerciale, le società prive di personalità giuridica non residenti nel territorio italiano.

Come base imponibile viene utilizzato il minore tra il reddito della società e i redditi del socio, a cui viene applicata un'aliquota del 34%.

L'IRPEG è stata sostituita con lo scopo di adeguare l'imposizione fiscale italiana ai prelievi sugli utili delle società europee e modernizzare il regime fiscale di capitali e imprese, nonché con la necessità di incentrare l'imposizione sulla situazione oggettiva delle società secondo il criterio di *participation exemption*, utilizzato nel nostro ordinamento per coordinare la tassazione della società con quella dei soci, scoraggiando così le posizioni tese a mascherare i conferimenti di capitale sottoforma di indebitamento per ottenere una imposizione personale più bassa e la deducibilità degli interessi in capo alla società.

Con l'IRES viene introdotto, inoltre, il regime di tassazione per trasparenza, il regime di tassazione consolidata di gruppo e viene eliminato il meccanismo del credito d'imposta sui dividendi distribuiti.

Questa riforma oltre a ridurre la pressione fiscale sulle imprese impedisce che vengano messe in atto da parte delle imprese manovre atte ad eludere l'imposizione tributaria.

Con la legge di bilancio 2017, approvata il 6 dicembre 2016, viene introdotta, a decorrere dal 1° gennaio 2018, l'IRI, l'imposta sul reddito d'impresa, disciplinata dall' art. 55-bis del TUIR.

L'IRI è un'imposta proporzionale separata dal reddito di impresa, opzionale per imprese individuali, le società in nome collettivo, le società in accomandita per azioni e le società a responsabilità limitata.

L'opzione è disponibile per cinque periodi, con l'opportunità di essere rinnovata, e deve essere indicata in dichiarazione dei redditi.

Questa imposta prevede che il reddito d'impresa venga tassato con un'aliquota unica al 24%, mentre la parte di utili che l'imprenditore tiene per sé sono soggetti ad aliquota IRPEF.

L'imposta colpisce quindi solo la quota di utili non distribuiti e trattenuti presso l'impresa, le somme distribuite sono tassate con l'aliquota IRPEF come reddito ordinario.

Lo scopo di questa imposta è quello di armonizzare il sistema fiscale tra imprese individuali, società di persone e le società di capitali soggette all'IRPEF.

Inoltre, con l'introduzione di questa imposta, si intende premiare la crescita e lo sviluppo delle attività produttive mediante il reinvestimento degli utili all'interno di piccole e medie imprese in regime di contabilità ordinaria.

Le imprese italiane sono soggette, inoltre, ad altre imposte di natura regionale

L'IRAP, l'imposta regionale per le attività produttive, entrata in vigore col decreto legislativo 446/1997 del 1° gennaio 1998, è un'imposta reale che colpisce il valore aggiunto netto prodotto da attività dotate di autonoma organizzazione. È un prelievo diretto richiesto al contribuente come controprestazione in cambio della fruizione dei servizi pubblici.

I soggetti passivi sono gli imprenditori individuali, le società, gli enti commerciali e non, gli esercenti arti e professioni, i produttori agricoli titolari di reddito agrario, amministrazioni pubblica, enti e società non residenti.

Sorge un problema relativo al cuneo fiscale del lavoro, infatti, l'Irap, gravando su tutte le componenti del valore aggiunto netto, ne costituisce un elemento. Per tali motivi, dagli anni 2000, è stato eliminato il costo del lavoro a tempo indeterminato dalla base imponibile dell'IRAP.

In particolare, con la legge di stabilità del 2015 è stata inserita la totale deducibilità del costo del lavoro dei lavoratori subordinati e a tempo indeterminato e, successivamente, con la legge di stabilità del 2016 è stata introdotta la deducibilità al 70% del costo del lavoro per il lavoratore stagionale impiegato per almeno 120 giorni, dal secondo contratto con lo stesso datore di lavoro.

La base imponibile è costituita dal valore aggiunto netto prodotto nel territorio regionale. L'IRAP colpisce i profitti, ossia la remunerazione del capitale di rischio, gli interessi passivi, ossia la remunerazione del capitale di prestito, e i salari e gli stipendi, la remunerazione del capitale umano, del solo lavoro a tempo determinato. Per le imprese in contabilità ordinaria, l'IRAP è calcolata dalla differenza tra il valore della produzione e i costi di produzione. Sono previste deduzioni dalla base imponibile per le piccole imprese (pari a € 7350 per i contribuenti con base imponibile fino a 180.759,91€) e per tutti i soggetti passivi dell'IRAP (si ha l'esclusione dalla base imponibile dell'intero costo del lavoro relativo a lavoratori a tempo determinato).

L'imposta è composta da un'aliquota base del 3,9%, con una possibile variazione in aumento o in diminuzione da parte della regione di 0,92 punti percentuali.

Quest'imposta influenza l'impiego dei fattori produttivi da parte delle imprese riguardo il capitale, in quanto aumenta il cuneo fiscale in caso di finanziamento con debito, a causa della non deducibilità degli interessi passivi, e riguardo il lavoro, in quanto l'aumento del cuneo fiscale porta ad una distorsione che può provocare una diminuzione dell'impiego di tale fattore.

Le imprese, inoltre, sono soggette ad un'imposta *Addizionale regionale Irpef*, composta da un'aliquota base del 1,23% più un'opzionale variazione in diminuzione o in aumento da parte delle regioni di 2,1 punti percentuali.

Gravano sulle imprese italiane una serie di tasse e tributi locali, in particolare l'Imposta Unica *Comunale* (IUC) che comprende tre prelievi: IMU, TASI e TARI.

L'IMU, l'imposta patrimoniale sugli immobili, è stata introdotta col decreto legislativo 23/2011 in sostituzione dell'ICI, l'imposta comunale sugli immobili.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Il presupposto impositivo dell'IMU è il possesso di fabbricati, aree fabbricabili e terreni agricoli siti nel territorio comunale destinati a qualsiasi uso, escluse le abitazioni principali e le loro pertinenze.

I soggetti passivi dell'imposta sono il proprietario o il titolare di un altro titolo reale, quale usufrutto, uso o abitazione.

La base imponibile è ricavata dal valore delle diverse tipologie di immobili: per i fabbricati è dato dal prodotto tra le rendite catastali rivalutate al 5% e degli appositi moltiplicatori, per le aree fabbricabili è rappresentato dal valore di mercato al 1° gennaio del periodo d'imposta, per i terreni agricoli è dato dal prodotto tra il reddito dominicale e un moltiplicatore pari a 130.

La TASI, introdotta con la legge di stabilità del 2014, è una tassa sui servizi indivisibili che ha per oggetto gli immobili situati all'interno del territorio nazionale (prime e seconde case, uffici, pertinenze, negozi, capannoni) ad esclusione dei terreni agricoli.

I soggetti passivi sono i proprietari e i coinquilini. Dal 1° giugno 2016 sono esclusi dalla tassazione gli immobili principali, tranne le case rientranti nella categoria catastale degli immobili di lusso.

La TARI, tassa sui rifiuti, colpisce chi risiede nelle abitazioni e viene utilizzata per finanziare la raccolta e lo smaltimento dei rifiuti.

2.3.2 Manovre di governo in materia di imprese

Nel corso degli anni, varie manovre di governo hanno modificato la struttura dell'imposizione tributaria italiana, con lo scopo di alleggerire la pressione fiscale delle imprese e favorirne lo sviluppo. In questo paragrafo verranno analizzati i cambiamenti messi in atto dalle principali manovre che si sono susseguite nel corso degli ultimi anni, prestando particolare attenzione alle novità introdotte dal Decreto Crescita.

Il *Decreto sviluppo*, emanato col decreto-legge n°83 del 22 giugno 2012, contiene alcune manovre atte a sostenere la crescita delle imprese, favorendone l'apertura al mercato dei capitali. Questo intervento ha l'obiettivo di ampliare le opportunità di ricorso al mercato del debito per le società non quotate, anche di media e piccola dimensione, mediante l'emissione di strumenti di debito a breve e a lungo termine. Gli strumenti previsti sono le cambiali finanziarie, per quanto riguarda quelli a breve termine, le obbligazioni e titoli simili e le obbligazioni partecipative subordinate, per quanto riguarda quelli a lungo termine. Questi strumenti presentano un limite quantitativo pari al totale dell'attivo circolante e una durata obbligatoria compresa tra un minimo di un mese ed un massimo di diciotto mesi dalla data di emissione. Tra le novità introdotte troviamo la possibilità di dematerializzazione dei titoli per favorirne la circolazione tra gli operatori del mercato e l'estensione alle cambiali finanziarie del regime fiscale applicabile alle obbligazioni.

Il provvedimento allinea il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli simili emessi dalle società non quotate a quello delle società quotate. In particolare, anche le società non quotate potranno avvalersi dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi ed altri proventi corrisposti sulle obbligazioni e

[Digitare qui]

[Digitare qui]

titoli similari, qualora tali titoli siano ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati, e della deduzione degli interessi passivi corrisposti sulle obbligazioni e titoli similari previste dalle società quotate.

Un'ulteriore novità riguarda l'introduzione delle obbligazioni partecipative subordinate, aventi una durata non inferiore a sessantasei mesi e dotate di determinate clausole di subordinazione e di partecipazione agli utili di impresa. È prevista, per le società emittenti di media e piccola dimensione, la figura di uno sponsor che ha il compito di supportare e assistere la società nella fase di emissione e collocamento, sottoscrivere e mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza una quota dei titoli, facilitare la liquidità degli scambi sui titoli fungendo da market maker. Nel caso di mancata quotazione dei titoli, lo sponsor dovrà procedere ad una valutazione periodica, almeno semestrale, del loro valore, nonché alla classificazione della società emittente in una categoria di rischio alla luce del suo merito creditizio.

Nel 2012 è stato approvato, tramite il decreto-legge n°179 del 18 ottobre 2012, il *Decreto sviluppo bis*, che ha l'obiettivo di agevolare la creazione e lo sviluppo di nuove imprese innovative (start up). Per questo tipo di imprese sono state previste detrazioni pari al 19% per il 2013, 2014 e 2015. Oltre alle deduzioni fiscali sono state introdotte nuove modalità agevolate per la creazione di startup e canali per favorire l'investimento in queste aziende da parte di finanziatori esterni. In particolare, sono state create le iSrl, delle società a responsabilità limitata innovative a statuto zero, senza oneri amministrativi e burocratici per l'avvio e la gestione di impresa, prive di requisiti patrimoniali minimi, caratterizzate dalla possibilità di poter essere avviate con una procedura online. Per agevolare la raccolta di finanziamenti sono state create sgr semplificate per gli investimenti in start up dotate di costi di gestione e requisiti patrimoniali ridotti, spa e S.r.l. in autodisciplina, ossia delle investment company che finanziano start up simulando la gestione delle sgr senza ricadere sotto il controllo di Bankitalia, fondi di fondi per il venture capital con risorse pubbliche e private. Inoltre, coloro che detengono una partecipazione in start up godono di deducibilità pari al 35% per investimenti fino a 2 milioni di euro, al 20% fino a 5 milioni di euro e 50% per investimenti, fino ad un massimo di 5 milioni di euro, in società a vocazione sociale.

È stata creata una sezione speciale del fondo di garanzie per le PMI dedicata alle operazioni di garanzia e controllo per start up.

Rilevante è anche il *Decreto destinazione Italia*, emanato col decreto-legge n°145 del 23 dicembre 2012, che mira ad incentivare lo sviluppo delle giovani Pmi e a supportare l'internazionalizzazione delle imprese italiane. In particolare, per lo sviluppo delle giovani piccole e medie imprese, vengono concessi mutui agevolati per gli investimenti, a tasso zero, da restituire al massimo in 8 anni e di importo fino al 75% della spesa ammissibile. Per incentivare l'internazionalizzazione delle imprese viene incrementato di 22.594.000 € per il 2014 lo stanziamento annuale del bilancio del ministero dello sviluppo economico destinato alla realizzazione del piano di attività dell'agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione dell'impresa italiana – ICE.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Sono concessi crediti d'imposta pari al 50% delle spese incrementalmente sostenute dall'impresa rispetto all'anno precedente con un'agevolazione massima di 2.5 milioni per le imprese che hanno sostenuto una spesa minima di 50.000 € in ricerca e sviluppo.

Più incisivo risulta il *Decreto competitività*, approvato col decreto-legge n°91 del 25 luglio 2014, che prevede manovre mirate ad alleggerire notevolmente il carico fiscale sulle imprese e a favorirne un più facile accesso al credito.

Sono state applicate notevoli misure nei confronti delle imprese agricole, in particolare, è previsto un credito di imposta del 40% delle spese per nuovi investimenti fino a 50.000 euro, sono applicate detrazioni IRPEF del 19 % delle spese per i canoni di affitto di terreni agricoli per i giovani imprenditori agricoli di età inferiore a 35 anni fino a un massimo di 1200 euro.

È previsto inoltre un credito d'imposta del 15% del valore degli investimenti in beni strumentali compresi nella divisione 28 della tabella ATECO 2007²⁴.

Viene confermata la maggiorazione del 40% della variazione in aumento del capitale proprio per le società che vengono ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati di stati membri dell'UE o aderenti allo spazio economico Europeo.

Questi sono i maggiori provvedimenti in materia di impresa applicati tra il 2012 e il 2014, di seguito ci concentreremo sull'analisi del Decreto Crescita, il provvedimento messo in atto dall'ultima legislatura del governo italiano.

Il *Decreto crescita*, introdotto col decreto-legge n° 34 del 30 aprile, 2019, contiene una serie di misure finalizzate al rilancio economico del paese, proponendo rilevanti riforme della tassazione e interventi di aiuto alle imprese per favorirne la crescita e l'apertura a nuove forme di finanziamento.

Per quanto riguarda la tassazione del settore produttivo verranno adottate le seguenti manovre:

- *Superammortamento*: il Decreto crescita reintroduce, a partire dal 1° aprile 2019, la misura del superammortamento, ovvero l'agevolazione che consente di maggiorare del trenta per cento il costo di acquisizione a fini fiscali degli investimenti in beni materiali strumentali nuovi. Il beneficio è concesso alle sole aziende situate nel territorio nazionale con un tetto di 2.5 milioni di euro agli investimenti agevolabili.
- *Credito d'imposta per investimenti pubblicitari incrementalmente*: è concesso un credito d'imposta per gli investimenti incrementali in pubblicità effettuati sulla stampa quotidiana e periodica, sulle emittenti televisive e online. Per usufruire dell'agevolazione è sufficiente che le spese in pubblicità superino

²⁴ La classificazione delle attività economiche ATECO è una tipologia di classificazione adottata dall'istituto nazionale di statistica italiano (ISTAT) per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico. È la traduzione italiana della nomenclatura della attività economiche (NACE) creata dall'Eurostat, adattata dall'ISTAT alle caratteristiche specifiche del sistema economico italiano. Attualmente è in uso la versione ATECO 2007, entrata in vigore dal 1° gennaio 2008, che sostituisce la precedente ATECO 2002 ad aggiornamento della ATECO 1991.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

anche solo dell'1% le spese effettuate negli anni precedenti. Il credito di imposta è pari al 75% delle spese effettuate, elevato al 90% in caso di microimprese, piccole e medie imprese e start up innovative.

- *Regime forfettario agevolato*: è prevista un'imposta unica al 15% per i contribuenti che hanno conseguito nell'anno precedente ricavi, ovvero percepito compensi, per un ammontare pari a 65000 euro. Verrà, inoltre, introdotta dal 2020 un'imposta sostitutiva dell'imposta sui redditi e dell'IRAP, con aliquota al 20% per imprenditori individuali, gli artisti e i professionisti con ricavi fino a 100000 euro che non rientrano nel regime forfettario. Il decreto crescita stabilisce che i contribuenti che applicano il regime forfettario o che applicheranno l'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP, e che si avvalgono dell'impiego di lavoratori dipendenti e collaboratori, devono effettuare le ritenute alla fonte su redditi di lavoro dipendente e sui redditi assimilati a quelli da lavoro dipendente.
- *Abrogazione IRI*: è prevista l'abrogazione dell'imposta sui redditi d'impresa (IRI), in vigore dal 1° gennaio 2018, dal periodo d'imposta in corso dal 31 dicembre 2018.
- *Fiscalità economia digitale*: viene istituita un'imposta sui servizi digitali, che si applica ai soggetti che prestano tali servizi e che hanno un ammontare di ricavi pari o superiore a 750 milioni di euro, di cui almeno 5,5 milioni realizzati nel territorio italiano. L'imposta si applica con un'aliquota del 3 per cento sui ricavi e viene versata entro il mese successivo a ciascun trimestre. Il provvedimento ha contestualmente abrogato l'imposta sui servizi digitali istituita dalla legge di bilancio 2018, che avrebbe dovuto applicarsi a decorrere dal 1° gennaio 2019.
- *Aliquote IRES*: il decreto crescita prevede una progressiva riduzione dell'aliquota IRES sul reddito d'impresa correlata al solo reimpiego di utili. L'aliquota agevolata verrà rimodulata seguendo i seguenti step: al 22.5 per cento per il 2019, al 21.5 per cento per il 2020, al 20.5 per cento per il 2021 e al 20 per cento a decorrere dal 2022.
- *Abrogazione ACE*: la legge di bilancio 2019 ha disposto l'abrogazione dell'ACE- aiuto alla crescita economica, un istituto che consentiva alle imprese di dedurre dal reddito imponibile la componente derivante dal rendimento nozionale di nuovo capitale proprio
- *Agevolazioni fiscali per le nuove imprese*: le start up e gli incubatori certificati sono soggetti a determinate agevolazioni. Per le start up innovative è previste una deroga alla disciplina che si applica alle società di comodo e in perdita sistemica. Nel caso in cui conseguano ricavi non congrui o si trovino in una situazione di perdita fiscale sistemica, non vengono applicate le sanzioni previste per le società di comodo e le società in perdita sistemica. Per gli amministratori, dipendenti e collaboratori di tali soggetti è prevista l'esenzione dall'imposizione fiscale e contributiva per la parte di reddito di lavoro derivante dall'attribuzione di quote, azioni o strumenti finanziari partecipativi delle suddette imprese. Sono previsti incentivi fiscali anche per i soggetti che investono nel capitale di rischio delle start up innovative, in particolare, per le persone fisiche è prevista una detrazione IRPEF pari al 30 per cento dell'investimento fino ad un massimo di 1 milione di euro, mentre per le persone giuridiche è prevista

[Digitare qui]

[Digitare qui]

una deduzione dall'imponibile IRES pari al 30 per cento dell'investimento fino ad un massimo di 1.8 milioni di euro. L'incentivo opera sia per gli investimenti diretti che indiretti, con la condizione che la partecipazione all'interno della start up sia mantenuta per un periodo minimo di tre anni.

Sono previsti incentivi fiscali anche nei confronti dei fondi di venture capital specializzati nella fase di avvio delle nuove imprese. I proventi degli investitori non sono soggetti ad imposizione qualora i fondi di venture capital prevedano nei loro regolamenti che almeno il 75 per cento dei loro relativi attivi sia investito in società non quotate, classificate come piccole e medie imprese, con sede operativa in Italia, avviate da non più di 36 mesi e con un fatturato non superiore a 50 milioni.

Per quanto riguarda gli incentivi di natura finanziaria, si ricorda la possibilità per le suddette categorie di imprese di ricorrere a fonti di finanziamento innovative, come il crowdfunding, modalità inizialmente riservata alle start up innovative e ora estese a tutte le PMI.

- *Credito d'imposta per ricerca e sviluppo*: è prevista la disciplina del credito di imposta per le società che investono in ricerca e sviluppo sebbene in misura minore rispetto alle precedenti legislature. Infatti, la misura dell'agevolazione è stata ridotta dal 50 per cento al 25 per cento, l'importo massimo per ciascuna impresa è stato ridotto da 20 milioni a 10 milioni, inoltre non sono contemplate le spese relative alla creazione di nuovi brevetti.

Il decreto crescita oltre ad attuare interventi di defiscalizzazione delle imprese, prevede numerose misure di sostegno alla crescita tramite finanziamenti agevolati.

Sono state introdotte agevolazioni fiscali per incentivare gli investimenti a lungo termine nelle imprese e in particolar modo nelle PMI. In particolare, sono detassati i redditi di capitale percepiti da persone fisiche, al di fuori dall'attività di impresa commerciale, derivanti da investimenti effettuati nei piani di risparmio a lungo termine (PIR) detenuti per almeno cinque anni, sono detassati i redditi derivanti dagli investimenti a lungo termine nel capitale delle imprese e nei PIR effettuati dagli enti di previdenza obbligatoria e dagli enti di previdenza complementare. Con la legge di bilancio 2019 sono stati alzati dal 5 al 10 per cento i limiti degli asset investibili da tali enti secondo il regime agevolato.

Inoltre, viene sostenuto il processo di internazionalizzazione delle imprese, tramite il rifinanziamento del Fondo, istituito presso il Mediocredito centrale, per la concessione di contributi al pagamento degli interessi sui finanziamenti che gli istituti e le aziende ammesse ad operare con il Mediocredito stesso concedono per attività di sostegno all'export.

La legge di bilancio 2019 rifinanzia la *Nuova Sabatini*, una misura di sostegno volta alla concessione da parte di banche o intermediari finanziari di finanziamenti agevolati alle piccole e medie imprese per investimenti in macchinari, impianti e attrezzature e di un correlato contributo statale in conto impianti rapportato agli interessi calcolati sui predetti finanziamenti.

Il finanziamento, che può essere assistito dalla garanzia del "*Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese*" fino all'80% dell'ammontare del finanziamento stesso, deve essere di durata non superiore a 5 anni,

[Digitare qui]

[Digitare qui]

di importo compreso tra 20.000 euro e 2 milioni di euro, interamente utilizzato per coprire gli investimenti ammissibili.

L'investimento può essere interamente coperto da finanziamento bancario o leasing.

Il contributo del Ministero dello sviluppo economico è determinato in misura pari al valore degli interessi calcolati, in via convenzionale, su un finanziamento della durata di cinque anni e di importo pari all'investimento, ad un tasso di interesse annuo pari al 2.75%, per gli investimenti ordinari, al 3.575% per gli investimenti in tecnologie digitali.

La legge di bilancio ha rifinanziato l'autorizzazione di spesa finalizzata al contributo statale nella misura di 48 milioni di euro per il 2019, di 93 milioni di euro per ciascuno degli anni dal 2020 al 2023 e di 48 milioni di euro per il 2024.

La legge di bilancio 2019 proroga inoltre il cosiddetto *iperammortamento*, misura che consente di aumentare a fini fiscali il costo di acquisizione dei beni materiali strumentali nuovi, in particolare dei beni funzionali alla trasformazione tecnologica e digitale delle imprese in chiave industria 4.0. Tra le principali novità del 2019, vi è la graduazione del beneficio, in maniera decrescente, in funzione del volume degli investimenti. In particolare, la maggiorazione del costo si applica nella misura del 170 per cento per investimenti fino a 2.5 milioni di euro, nella misura del 100 per cento per investimenti compresi tra 2.5 e 10 milioni di euro e nella misura del 50 per cento per investimenti compresi tra 10 e 20 milioni di euro. Per gli investimenti eccedenti il predetto limite di 20 milioni di euro non si applica alcuna maggiorazione.

Come possiamo vedere dall'analisi effettuata il sistema tributario italiano è stato soggetto a numerose modifiche nel corso degli anni. Le vari manovre hanno cercato di diminuire la pressione fiscale sulle imprese e favorire la crescita dell'economia italiana.

Il decreto crescita, in particolare, sebbene contenga varie manovre volte alla defiscalizzazione delle imprese e a favorirne la crescita, è stato soggetto ad alcune critiche, la maggior parte rivolte al nuovo sistema di tassazione delle imprese.

Il nuovo sistema della *mini-Ires*, che sostituisce il vecchio meccanismo basato su ACE e IRI, ha ricevuto critiche dalla maggior parte degli economisti italiani, in quanto, oltre ad essere non conforme con la proposta di *Common consolidated corporate tax base* proposta dall'unione europea, risulta sconveniente per le imprese italiane.

Infatti, l'ACE detassava completamente il cosiddetto rendimento nozionale del capitale, calcolato applicando una percentuale, fissata di anno in anno dal governo, agli incrementi patrimoniali cumulativi a partire dal 2010, con una riduzione implicita delle aliquote Ires e Irpef crescente nel tempo, in funzione del grado di patrimonializzazione delle imprese. La nuova mini-Ires, invece, applica, un piccolo sconto di aliquota sugli incrementi patrimoniali effettuati in ogni singolo esercizio. Inoltre, con l'Ace gli incrementi patrimoniali considerati ai fini del calcolo comprendevano anche quelli derivati da nuovi apporti di capitale, mentre per la mini-Ires valgono solo gli utili distribuiti. Questo genera una discriminazione nei confronti delle società che

[Digitare qui]

[Digitare qui]

ricorrono ad aumenti di capitale, ciò risulta contrastante con l'obiettivo di rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese auspicato dal decreto crescita.

Le detrazioni fiscali a fronte di investimenti in ricerca e sviluppo, infrastrutture e ristrutturazioni, sebbene rappresentino uno strumento vantaggioso per le imprese, hanno ricevuto numerose critiche in quanto potrebbero alterare la concorrenza danneggiando le piccole imprese.

Molto apprezzati sono invece gli aiuti alle imprese in termini di finanziamenti agevolati, quali il Fondo di salvaguardia e garanzia delle PMI e il rifinanziamento della Nuova Sabatini.

CAPITOLO III – Panorama aziendale dell’Unione Europea

Nel secondo capitolo è stata analizzata la struttura delle imprese italiane indagando sui fattori che ne determinano la composizione finanziaria, prestando particolare attenzione alle conseguenze del sistema tributario.

Sono state analizzate, inoltre, le nuove opportunità a disposizione delle imprese e le manovre effettuate dal governo per favorirne la crescita e lo sviluppo

In questo capitolo verrà presentato un confronto con le principali nazioni dell’area euro per quanto riguarda l’imposizione fiscale nei confronti delle imprese e saranno analizzate le manovre della Comunità europea rivolte alle imprese ed in particolare alle PMI.

3.1 Regimi tributari a confronto

L’Italia negli ultimi anni è considerato uno dei più inefficienti e peggiori paesi all’interno dell’Europa dove fare impresa. Questa condizione è riconducibile a due problematiche fondamentali quali l’elevata tassazione e la presenza di un sistema burocratico complicato e inefficiente.

Durante i periodi di crisi, inoltre, la pressione fiscale tende ad aumentare ancora da più a causa dell’impossibilità di effettuare tagli alla spesa pubblica anch’essa molto elevata.

I sistemi impositivi dei vari paesi vengono valutati in base a tre parametri²⁵: il prelievo fiscale annuale, il tempo impiegato ed il numero di pagamenti necessari alle imprese per il versamento e l’eventuale riscossione delle imposte.

L’Italia presenta una pressione fiscale del 64,8%, decisamente superiore al 40,6% della media europea. Alle imprese sono necessari 14 pagamenti per il versamento delle imposte che impiegano 269 ore, contro una media europea di 11,5 pagamenti che impiegano 173 ore all’anno.

Per avere un’idea più precisa della situazione fiscale in Europa prenderemo in considerazione i parametri di alcuni principali paesi: Germania, Spagna, Francia e Gran Bretagna.

La Germania presenta una pressione fiscale sulle imprese del 48,8%, leggermente superiore alla media europea, e sono necessari per il pagamento dei tributi 9 pagamenti annuali che impiegano per le imprese 218 ore l’anno. La Francia, per quanto riguarda la pressione fiscale, segue l’Italia con un’aliquota totale del 62,7%, mentre risulta molto più efficiente per quanto riguarda il sistema dei pagamenti che impiegano 137 ore e solo 8 versamenti, decisamente al di sotto della media. La Spagna presenta una pressione fiscale inferiore con un’aliquota del 50%, e un sistema dei pagamenti che necessita di 9 versamenti annuali che impiegano un totale di 158 ore. La Gran Bretagna risulta il paese più efficiente da questo punto di vista, con parametri tutti al di

²⁵ Fonte: rapporto Paying taxes 2019 redatto da Banca Mondiale e PwC. Da questo documento sono stati estratti tutti i dati relativi ai paesi presenti nel confronto effettuato in questo paragrafo.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

sotto della media Europea, infatti ha una pressione fiscale del 32% e sono necessari per il pagamento dei tributi solo 8 pagamenti che impiegano 110 ore all'anno.

L'elevata pressione fiscale e il complesso sistema burocratico presenti in Italia costituiscono un freno per l'economia del paese infatti questi fattori sono i principali responsabili di una stagnazione dell'economia in quanto rappresentano innanzitutto un forte disincentivo alla produzione, causato dal sistema di aliquota progressiva del nostro sistema tributario, fungono da deterrente per potenziali investitori esteri che preferiscono dirigersi verso paesi più competitivi ed, inoltre, provocano l'adozione da parte delle imprese attive sul territorio di meccanismi atti ad eludere il prelievo fiscale.

Sono necessarie alcune manovre per rendere il territorio italiano maggiormente favorevole allo sviluppo delle imprese. Di fondamentale importanza è la semplificazione della burocrazia tributaria, è necessaria una semplificazione del sistema per la determinazione dell'imponibile e del deducibile e devono essere stabilite regole e tempi certi per il rimborso e la restituzione delle imposte.

L'introduzione della fatturazione elettronica ha contribuito notevolmente alla semplificazione del sistema dei pagamenti.

Notevoli sono le proposte presentate dal CNA²⁶ che consistono nella riduzione dell'IRPEF all'aumentare del reddito dichiarato, per favorire la fedeltà fiscale ed evitare i tentativi di evasione, e nell'esenzione dal pagamento dell'IRAP delle imprese individuali minori che sono la categoria di imprese che maggiormente risente della pressione fiscale.

Alcune manovre attuate dal governo negli ultimi anni hanno contribuito notevolmente ad abbassare la pressione fiscale. Le più rilevanti sono quelle condotte nell'ambito dell'Industria 4.0, ampiamente trattate nel secondo capitolo, tra cui l'ACE (abolito con l'introduzione del Decreto crescita), il *patent box*²⁷, il credito d'imposta per ricerca e sviluppo, il superammortamento e l'iperammortamento.

Dal confronto effettuato precedentemente si evince la presenza di una forte disomogeneità del sistema fiscale tributario all'interno dell'Unione europea.

Questa caratteristica rappresenta una notevole limitazione all'obiettivo dell'Unione europea di realizzare un mercato comune europeo, in quanto le nazioni caratterizzate da un sistema impositivo meno stringente e oneroso per le imprese riescono ad attrarre un maggior numero di investitori, ciò comporta una distribuzione poco omogenea dei capitali e una ridotta crescita economica di alcuni paesi rispetto ad altri.

²⁶ La CNA- Confederazione nazionale dell'artigianato e della piccola e media impresa è un'associazione fondata nel 1946 che rappresenta e tutela artigiani, commercianti, professionisti, lavoratori autonomi, micro e piccole imprese del turismo, dei servizi e dell'industria.

²⁷ Tale decreto introduce un regime opzionale di tassazione per i redditi derivanti dall'utilizzo di opere dell'ingegno, di brevetti industriali, di marchi, di disegni e modelli, nonché di processi, formule e informazioni relativi ad esperienze acquisite nel campo industriale, commerciale o scientifico giuridicamente tutelabili. Il regime ha l'obiettivo di rendere il mercato italiano maggiormente attrattivo per gli investimenti nazionali ed esteri di lungo termine, tutelando al contempo la base imponibile italiana. In tal modo si pone in continuità con i modelli introdotti in altri Stati membri della Comunità Europea (Belgio, Francia, Gran Bretagna, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna).

Un'armonizzazione fiscale europea, soprattutto in merito alla tassazione delle imprese potrebbe rappresentare un incentivo alla cooperazione tra gli stati e favorire la crescita dei Paesi più in difficoltà, come l'Italia.

La Commissione Europea ha elaborato vari programmi di armonizzazione fiscale dei paesi europei:

- *Direttiva madre-figlia (90/435/CEE)*: questa manovra ha l'obiettivo di favorire l'internazionalizzazione delle imprese e prevede l'adozione di un regime fiscale comune applicabile alle società madri e figlie residenti in Stati membri. La decisione da parte di un'impresa di costituire una filiale in un altro paese della comunità è ostacolata del fatto che i dividendi che essa è destinata a percepire saranno soggetti, nel paese in cui è residente, all'imposta sulle società, e nello stato membro in cui è situata la filiale, ad una ritenuta alla fonte. Questa direttiva prevede l'abolizione della doppia tassazione e delle ritenute alla fonte per evitare che il sistema tributario influenzi le opportunità di investimento delle imprese.
- *Direttiva sulle fusioni (90/434/CEE)*: prevede l'adozione di un particolare regime fiscale per le società appartenenti a diversi stati membri che effettuano una fusione. Lo scopo della direttiva è quello di evitare che operazioni che risultano esenti per le società residenti siano soggette a tassazione nel caso di società estere.
- *Direttiva su interessi e royalty*: con questa direttiva vengono eliminate le ritenute su interessi e royalty fra società appartenenti ad uno stesso gruppo ma residenti in diversi Stati membri.
- *Convenzione contro le doppie imposizioni (90/436/CEE)*: convenzione sulla procedura arbitrale che prevede l'eliminazione delle doppie imposizioni che si verificano quando una rettifica degli utili di un'impresa da parte dell'amministrazione finanziaria di uno stato membro non è accompagnata da una variazione corrispondente nello stato membro dell'impresa associata.

Gli Stati membri risultano riluttanti a rinunciare al controllo dell'imposizione diretta per adottare un sistema fiscale comunitario in quanto quest'ultimo rappresenta un'importante fonte di entrata per le casse dello stato ma soprattutto viene utilizzato come un potente strumento di politica economica e sociale.

La leva fiscale rappresenta, infatti, uno strumento di concorrenza usato dai vari Paesi appartenenti all'unione per attrarre imprenditori, investitori e persone fisiche nel proprio territorio. Questa politica apporta un notevole vantaggio ai Paesi che godono di una bassa fiscalità, mentre determina una perdita di entrate tributarie per i paesi con una pressione fiscale più alta.

Quindi, la presenza di diversi sistemi fiscali nei vari paesi, come già detto in precedenza, rappresenta un'importante fonte di distorsione all'interno del mercato comune.

3.2 Manovre adottate dall'Unione Europea per lo sviluppo e la crescita delle imprese

Le piccole e medie imprese ricoprono un ruolo fondamentale non solo nel processo produttivo italiano, ma costituiscono il motore dell'intera economia dell'Unione Europea.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

L'economia dell'Europa, infatti, poggia la sua base produttiva su una rete diffusa di piccole e medie imprese che giocano un ruolo cruciale nella creazione di impiego e nello sviluppo locale.

I dati raccolti da Eurostat sulla struttura imprenditoriale dei 27 paesi che formano l'Unione Europea confermano che su circa 20 milioni di imprese di tutti i settori economici, esclusa l'agricoltura e le attività finanziarie, la quasi totalità è composta da piccole e medie imprese.

Tab. 1 - Le piccole e medie imprese in Europa (EU-27)

(Escluse le imprese dell'agricoltura e del settore finanziario)

	N. imprese		Occupati		Valore agg.	
	(migliaia)	(comp.%)	(milioni)	(comp.%)	(miliardi euro)	(comp.%)
Totale imprese	19.647	100,0	126,7	100,0	5.360	100,0
PMI	19.600	99,8	85,0	67,1	3.090	57,6
Micro	18.035	91,8	37,51	29,6	1.120	20,9
Piccole	1.353	6,9	26,1	20,6	1.011	18,9
Medie	213	1,1	21,3	16,8	954	17,8
Grandi	41	0,2	41,7	32,9	2.270	42,4
Fonte: Eurostat						

In particolare, le PMI sono pari a 19,6 milioni di unità e rappresentano il 99,8% delle imprese europee, occupano 85 milioni di persone (il 67% del totale), e realizzano un valore aggiunto di oltre 3 mila miliardi di euro, ovvero circa il 58% del totale.

La quasi totalità delle PMI europee (oltre 18 milioni di unità, pari al 91,8% del totale) è costituita da imprese con meno di 10 addetti che occupano 37,5 milioni di persone (il 29,6% del totale) e realizzano un valore aggiunto di 1.120 miliardi di euro (il 20,9% del totale).

Considerando le sole PMI dal punto di vista dei settori economici, il terziario, escluso il settore dei servizi finanziari, concentra il maggior numero di imprese (73,8% del totale), di occupati (61,1%) e di valore aggiunto (61,4%) rispetto all'industria nel suo complesso, dove le imprese sono il 26,2% del totale, gli occupati il 38,8% e il valore aggiunto realizzato il 38,6% del totale.

Pur costituendo un tessuto produttivo diffuso in maniera significativa in tutti gli stati membri dell'UE, esistono alcune differenze tra le PMI dei vari paesi. Le PMI del Portogallo, delle Grecia e dell'Italia hanno una quota di occupati che supera l'80% del totale rispetto, ad esempio, al Regno Unito ed alla Germania dove la quota di occupati nelle PMI è rispettivamente pari al 54% e al 60,6%. Anche per quanto riguarda il valore aggiunto, si distingue la posizione dell'Italia dove le PMI concentrano la quota più elevata (70,9%), seguite da quelle greche e portoghesi, mentre le tedesche e le britanniche registrano valori più bassi.

Le PMI europee, come quelle italiane, sebbene contribuiscano in misura notevole al processo innovativo migliorando la competitività dell'industria, riscontrano diversi problemi dati dalla difficoltà di riconversione e modifica dei processi produttivi, dalla complessità degli adempimenti amministrativi e giuridici e dalla difficoltà nell'ottenere finanziamenti.

L'Unione Europea mette in atto numerose manovre per sostenere e favorire lo sviluppo delle PMI in quanto ricoprono un ruolo decisivo per la crescita economica, l'innovazione e l'occupazione.

Al centro dell'azione dell'Unione Europea per le PMI c'è lo “*Small business act*” un pacchetto di principi guida e misure applicative finalizzate a sostenere la crescita e la maggiore competitività delle imprese di piccola dimensione. Questo programma, approvato alla fine del 2008, formula le sue proposte basandosi sul principio “*pensare anzitutto in piccolo*”. Tra gli obiettivi principali di questo programma troviamo la semplificazione delle pubbliche amministrazioni in modo tale da facilitare l'accesso delle imprese agli appalti pubblici e agli aiuti di stato, aiutare le PMI a beneficiare del mercato unico facilitandone l'accesso alla finanza. Un ulteriore obiettivo è la riduzione degli oneri normativi per migliorare la possibilità di accesso ai mercati e favorire l'internazionalizzazione. Queste manovre sono tese ad innovare la struttura delle PMI ed aggiornarne le competenze.

Lo *Small business act* in Italia non ha riscontrato una forte applicazione, il livello resta al di sotto della media europea, tranne per quanto riguarda l'accesso delle PMI agli appalti pubblici e agli aiuti di stato, infatti nel nostro paese il 37% degli aiuti di stato è stato erogato a favore delle imprese di ridotte dimensioni contro una media europea del 10%.

Notevoli sono le misure introdotte dal *Piano Juncker*, lanciato dal presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker nel 2014, per favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese e attrarre investitore riducendo gli ostacoli a potenziali nuovi investimenti.

Questo progetto prevede la creazione di un'Unione dei mercati dei capitali europea, o *Capital market union*, che ha come principale obiettivo un'allocazione del risparmio più efficiente all'interno dell'Europa riducendo la frammentazione dei mercati finanziari.

Il *piano degli investimenti per l'Europa*, il cosiddetto piano Juncker ha tre obiettivi principali: facilitare l'accesso al mercato e la raccolta di capitali per le società, implementare i finanziamenti per l'innovazione, le start-up e le società non quotate e offrire fonti di finanziamento alternative al mercato bancario per le imprese e soprattutto le piccole e medie imprese.

Per quanto riguarda le forme di finanziamento alternativo intende favorire lo sviluppo di fondi di venture capital, implementare il mercato delle obbligazioni garantite e rilanciare, tramite una regolamentazione semplificata, l'uso di cartolarizzazioni di qualità. Inoltre, per le imprese di ridotte dimensioni, promuove forme innovative di finanziamento come il crowdfunding, il collocamento privato (private placement), l'utilizzo dei minibond e, inoltre, prevede la creazione di un meccanismo di quotazione semplificato per le PMI.

Sono previsti meccanismi per favorire una migliore circolazione delle informazioni in modo da agevolare gli investimenti nelle imprese di piccole dimensioni caratterizzate, per propria natura, da un'elevata opacità informativa.

La manovra più concreta del Piano Juncker consiste nella creazione del “*Fondo Europeo per gli investimenti strategici*”, il *FEIS*, varato dalla Commissione Europea in collaborazione con la BEI (banca europea per gli

[Digitare qui]

[Digitare qui]

investimenti) e il FEI (fondo europeo per gli investimenti). Il fondo prevede la mobilitazione di 315 miliardi di euro di investimenti in tre anni, al fine di massimizzare l'utilizzo delle risorse pubbliche e sbloccare gli investimenti privati. È prevista una garanzia di 16 miliardi nel bilancio dell'Unione Europea, mentre la BEI impegna 5 miliardi di euro. I fondi saranno impiegati soprattutto per progetti di nuove infrastrutture e per il finanziamento delle piccole e medie imprese, con un effetto moltiplicatore obiettivo da 1 a 15.

Nell'ambito del fondo europeo per gli investimenti strategici in Italia sono stati erogati finanziamenti per un totale di 10,3 miliardi di euro, di cui circa 7,3 miliardi per il finanziamento di progetti di infrastrutture e innovazione, mentre 3 miliardi sono stati erogati a sostegno di PMI e imprese a media capitalizzazione.

Basandosi sul successo del piano Juncker è stato creato un nuovo progetto, *InvestEU*, che stimolerà ulteriormente l'innovazione in Europa mobilitando finanziamenti aggiuntivi per almeno 650 miliardi di euro dal 2021 al 2027. Questo programma prevede la collaborazione del Fondo europeo per gli investimenti strategici e altri 13 strumenti finanziari dell'UE a sostegno degli investimenti.

Il *fondo europeo per gli investimenti* (FEI) fornisce strumenti di finanziamento del rischio a sostegno delle piccole e medie imprese. I suoi azionisti sono la Banca europea per gli investimenti (BEI), l'Unione europea, rappresentata dalla Commissione europea, e istituzioni pubbliche e private provenienti da 15 paesi dell'Unione europea e dalla Turchia. Il FEI progetta e sviluppa capitale di rischio e di crescita, garanzie e microfinanziamenti per le PMI con l'obiettivo di sostenere ricerca e sviluppo e l'innovazione imprenditoriale. La Commissione europea ha varato l'iniziativa "*start-up e scale-up*" per aiutare le nuove imprese con una forte propensione all'innovazione a superare la fase critica dei primi anni di vita. Questa iniziativa è destinata a supportare le imprese nell'affrontare le maggiori difficoltà come l'accesso al credito, l'eccesso di burocrazia e il reperimento di partner.

Un ulteriore supporto alle imprese è dato da *COSME*, un programma europeo per la competitività delle imprese e delle PMI in corso dal 2014 al 2020 con un budget di 2,3 miliardi di euro. *COSME* ha l'obiettivo di facilitare l'accesso alla finanza per le PMI in ogni fase del loro ciclo di vita, creazione, espansione e trasferimento. Offre un più facile accesso alle garanzie, ai prestiti e a capitale di rischio per questa categoria di imprese. Inoltre, aiuta le imprese ad accedere ad un nuovo mercato, tramite l'*Enterprise Europe Network*, mettendole in contatto con partner commerciali e tecnologici e aiutandoli a comprendere la legislazione europea. Svolge per le imprese delle attività di educazione all'imprenditoria, di mentoring e altre attività di supporto. L'obiettivo di questo programma è la riduzione delle barriere amministrative e di regolamentazione per supportare le nuove imprese incoraggiandole ad adottare modelli di business e di gestione innovativi.

Le imprese altamente innovative, operanti nei settori dell'alta tecnologia, della ricerca o dei servizi, che abbiano una forte ambizione a crescere e internazionalizzarsi possono usufruire del Programma UE per la ricerca e l'innovazione *Horizon 2020* che offre servizi di consulenza alle imprese per far sì che riescano a superare le barriere amministrative e possano usufruire dei finanziamenti a disposizione.

Conclusion

Come analizzato nella stesura dell'elaborato possiamo affermare che le varie teorie formulate nel corso degli anni, sebbene costituiscano una base importante, non riescono ad individuare dei fattori universali che possano spiegare la struttura finanziarie di tutte le imprese in quanto, per fare ciò, è necessario prendere in considerazione svariati fattori che contraddistinguono ogni singola azienda come ad esempio i meccanismi di gestione adottati, la qualità del management e le prospettive di crescita che l'azienda si pone. Per quanto riguarda le piccole e medie imprese possiamo notare che sono caratterizzate da alcuni fattori comuni quali la tendenza della proprietà a non voler diluire il controllo dell'azienda, una forte dipendenza dal mercato bancario, una scarsa pianificazione a lungo termine e una ridotta apertura nei confronti dei mercati finanziari. Il sistema tributario rappresenta un fattore cruciale nella scelta delle forme di finanziamento e investimento per tutte le tipologie di imprese e soprattutto per le imprese di ridotte dimensioni. Per quanto riguarda le imprese italiane, esse sono composte per la quasi totalità da imprese di piccole e medie dimensioni che non usufruiscono tutt'oggi delle varie forme di finanziamento alternative al debito bancario presentate nel secondo capitolo. Ciò dipende principalmente dagli elevati costi che queste comportano, da una normativa stringente, soprattutto per quanto riguarda la quotazione sui mercati finanziari, e dall'elevata opacità informativa che caratterizza questa categoria di imprese. Nonostante le numerose manovre attuate dal governo per riformare il sistema tributario e incentivare lo sviluppo delle imprese, l'imposizione tributaria costituisce ancora un forte freno alla crescita delle imprese nel nostro paese. Dal confronto effettuato nel terzo capitolo emerge che l'Italia risulta essere uno dei peggiori paesi all'interno dell'Unione europea dove fare impresa, soprattutto a causa del complesso sistema burocratico e della tassazione troppo elevata dei redditi d'impresa, che si posiziona notevolmente al di sopra dei valori della media europea. Questi due fattori, oltre a rappresentare un problema per le imprese nazionali, fungono da deterrente per potenziali investitori esteri. Di conseguenza, emerge la necessità di attuare una riduzione del cuneo fiscale e snellire abbondantemente il sistema burocratico italiano. Sarebbe positiva, inoltre, una maggiore armonizzazione fiscale a livello europeo che, nonostante alcune manovre messe in atto dalla Comunità europea, procede a rilento. Ciò soprattutto a causa della riluttanza dei paesi che godono di un cuneo fiscale meno elevato e che sfruttano il sistema tributario come un'arma competitiva nei confronti degli altri paesi membri.

Numerose sono le manovre di finanziamento e incentivo attuate nel corso degli anni dall'Unione europea a favore delle imprese e delle piccole e medie imprese, come il Piano Juncker e lo Small business act che risultano essere le più rilevanti. I vari finanziamenti erogati hanno l'obiettivo di favorire l'accesso alle imprese a nuove forme di finanziamento e diminuire il ricorso al sistema bancario che risulta anch'esso affannato dall'eccessiva domanda da parte delle imprese.

[Digitare qui]

[Digitare qui]

Nel complesso possiamo affermare che la direzione intrapresa dai mercati europei a da quello italiano se pur lenta risulta positiva, tuttavia è ancora presente ampio spazio per numerosi progressi in questo campo e una crescita futura elevata.

Bibliografia

- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2011
- Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, 2013
- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of the capital corporation finance and the theory of investement*, The american economic review, June 1958
- Myers S.C., Majluf N.S., *Corporate financing and investment decision when firms have information that investor do not have*, Journal of financial economics, North-Holland, 1984
- Lopez-Grazia J., Sogorb-Mira F., *Testing trade-off and packing-order theories financing SMEs*, small business economics, 2008, vol.31, issue 2, pages 117-136
- Lopez-Grazia J., Aybar-Aries J., *Small business economics*, February 2000, vol.14, issue 1, pages 55-63
- Beckmann M., Krelle W., *Financial structure in small business*, Springh-Verlog
- Graham B., Dodd D.L., *Security analysis*, MecGraw-Hill, New York, 1951
- Guthmann H.G., Dougale H.E., *Corporate Financial Policy*, Prentice-Hall, 1955
- Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American economic review, n.53, 1963
- Monteforte D., *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Marlocchi editore, 2004
- Pagani M., *I teoremi di Modigliani e Miller: una pietra miliare della finanza*, Centre for studies in economic and finance, 2005
- Travaglini G., *La struttura finanziaria delle imprese e il teorema di Modigliani-Miller*, Università degli studi di Urbino, 2004
- Altman E.I., *A further empirical investigation of the bankrptcy cost question*, The journal of finance, 1984
- Warner J.B., *Bankruptcy costs: some evidence*, The journal of finance, vol.32, issue 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth annual meeting of the american finance association, Atlantic city, New Jersey, May 1977
- Zeidan R., Galil K., Shapir D., *Do ultimate owners follow the pecking order theory? Evidence from Brazil*, Quarterly review of economic and finance, 2018
- Frank, Murray Z., Goyal, Vidkan K., *Testing the pecking order theory of the capita structure*, 1 Nov. 2018
- Ross. S.A., *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*, The bell Journal of economics, vol.8, n.1, page 23-40, Spring 1977
- Leland H.E., Pyle D.H., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, The journal of finance, vol.32, n.2, pages 371-387 Papers and proceeding of the thirty-Fifth annual meeting of the American Finance association, Atlantic city, New Jersey, May 1977
- Shyam-Sunders L., Myers S.C., *Testing static trade-off against pecking order models of capital structure*, Journal of financial economics, vol.51, pages, 219-224, 1999
- Michaelas N., Chittenden F., Poutiouris P., *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical from Company panel data*, Small business economic, vol.12, issue 2, pages. 113-130, 1999
- Hall Graham C. Hutchinson Patrick J. Michaelas N., *Determinant of the capital structure of European SMEs*, Journal of business, finance nd accounting, vol. 31, issue 5-6, pages. 711-728, June 2004
- Giannini S. e Panteghini P., *Tempi grami per le imprese con il decreto crescita*, in «Lavoce.info», 16 aprile 2019

- Bonucci M., *Non solo superammortamento: gli incentivi nella legge di conversione del decreto crescita*, in «FAZI.biz», 28 giugno 2019
- Ace: *l'aiuto alla crescita economica. Incoraggiare la ricapitalizzazione delle Pmi*, in «BorsaItaliana.it», 17 ottobre 2014
- Petrachi C., *DI Crescita: 45 milioni per il Fondo salva imprese*, in «FAZI.biz», 24 giugno 2019
- Rais R., *Decreto crescita: tutte le novità per le Pmi*, in «PMI.it», 27 agosto 2012
- Weisz B., *Srl semplificate: cosa cambia col decreto sviluppo*, in «PMI.it», 18 giugno 2012
- Weisz B., *Start-up innovative: definite le agevolazioni del Ministero*, in «PMI.it», 13 settembre 2012
- Weisz B., *Incentivi imprese: prime misure del Decreto crescita*, in «PMI.it», 27 marzo 2019
- *Pmi: tutti gli incentivi governativi in vigore*, in «PMI.it»,
- De Pirro R., *Decreto crescita: guida alle novità*, in «IPSOA.it», 1 maggio 2019
- *Mutui e finanziamenti al sistema produttivo*, 27 giugno 2019, in «Camera.it»
- *Interventi di sostegno alle imprese*, 19 febbraio 2019, in «Camera.it»
- *Tassazione del settore produttivo*, 28 giugno 2019, in «Camera.it»
- *Impresa 4.0*, 4 giugno 2018, in «Camera.it»
- Redazione Altalex, *Decreto sviluppo in 11 punti*, 23 agosto 2019, in «Altalex.com»
- Redazione Altalex, *Decreto sviluppo bis: tutte le novità*, 12 dicembre 2012, in «Altalex.com»
- Redazione Giurdanella & Partners, *Decreto-legge "Destinazione Italia": la relazione*, in «Giurdanella.it», 17 dicembre 2013
- Bosi P., *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino, 2015
- Bosi p., Guerra M.C., *I tributi dell'economia italiana*, 2016
- Costa G., *Direttiva Madre-figlia: l'introduzione di una clausola generale di contrasto delle doppie non imposizioni*, «Newsmercati.it»
- Zagnini G., *Capital market union. Trattati essenziali e stato dell'arte*, 15 settembre 2017, «Diritto bancario.it»
- Codogno L., *Capital market union: una sintesi del processo, punti critici e prospettive*, febbraio 2016, «Finriskalert.it»
- Commissione europea, *Green paper: building a capital market union*, 18 febbraio 2015
- Consiglio dell'unione europea, *Unione dei mercati dei capitali*, 15 maggio 2019, «consilium.europa.eu»
- Ufficio studi Confcommercio, *Le piccole e medie imprese in Europa*, 7 aprile 2019, «confcommercio.it»
- Bucca V., *PMI in Europa. Quante sono? Come stanno?* «Multi-consult.com»
- Cece E., *Small business act: opportunità per pmi italiane*, 15 giugno 2010, «PMI.IT»
- Commissione europea, *L'UE non aiuta le piccole e medie imprese. Sarà vero?* 27 febbraio 2018, «ec.europa.eu»
- Commissione europea, *Piano d'investimento per l'Europa: il piano Juncker*, «ec.europa.eu»
- Commissione europea, *What's next? The InvestEU programme (2021-2027)*, «ec.europa.eu»
- Commissione europea, *EU budget: InvestEU programme to support jobs, growth and innovation in Europe*, 6 giugno 2018, «europa.eu»
- Commissione europea, *COSME. Europe's programme for small and medium-sized enterprises*, «ec.europa.eu»
- *Finanziamenti per l'innovazione e l'impresa (Fondo europeo per gli investimenti)*, «Eur-Lex.europa.eu»
- *European investment fund, supporting entrepreneurship and innovation in Europe*, «eif.org»
- Commissione europea, *Piano d'investimenti: Italia. I risultati più recenti del piano Juncker*, luglio 2019, «ec.europa.eu»

[Digitare qui]

[Digitare qui]

- *Uno “small business act” per le imprese europee*, 24 febbraio 2016, «Eur-Lex.europa.eu»
- Commissione europea – comunicato stampa, *La commissione da un impulso alle start-up europee*, 22 novembre 2016, «europa.eu»
- Commissione europea, *What is Horizon 2020?* «ec.europa.eu»
- Mattioli M., *PMI e promozione della ricerca europea*, 22 aprile 2008, «PMI.IT»
- Commissione europea, *COMUNICATO DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Le nuove imprese leader dell’Europa: l’iniziativa start-up e scale-up*, 22 novembre 2016, Strasburgo
- Scardino C., *L’impatto del Fisco sulle imprese nel rapporto Paying taxes 2019*, 10 dicembre 2018, «FiscoOggi – Rivista online dell’Agenzia delle entrate»
- *Paying taxes 2018: il rapporto di Banca mondiale e Pwc*, 22 novembre 2017, «Finanzaoperativa.com