

*Dipartimento di Economia e Management  
Cattedra: Scienze delle finanze*

RELATORE

Prof. Angelo Cremonese

CANDIDATO

Valerio Sorrentino

Matr:243531

# ANALISI COMPARATIVA E REGOLAMENTAZIONE DEL DEBITO E DELL'EQUITY

## SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>1</b>
<b>CAPITOLO 1- REDDITO DI IMPRESA</b> .....	<b>3</b>
<b>1.1 IL TESSUTO IMPRENDITORIALE IN ITALIA</b> .....	<b>3</b>
<b>1.2 IL SISTEMA DI TASSAZIONE PER LE IMPRESE</b> .....	<b>6</b>
<b>1.3 IL TOTAL TAX RATE</b> .....	<b>8</b>
<b>1.4 DIMENSIONI DELL'IMPRESA E FATTORE FISCALE</b> .....	<b>9</b>
<b>CAPITOLO 2-CONFRONTO TRA EQUITY E DEBITO</b> .....	<b>12</b>
<b>2.1 LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI</b> .....	<b>12</b>
<b>2.2 ANALISI DEL DEBITO</b> .....	<b>14</b>
2.2.1 DEDUCIBILITA' INTERSSI PASSIVI .....	14
2.2.2 IL COSTO DEL DEBITO .....	18
2.2.3 IL COSTO DELL'EQUITY.....	20
<b>2.3 TEORIE SULLA STRUTTURA DEL CAPITALE</b> .....	<b>22</b>
2.3.1 MODIGLIANI MILLER.....	23
2.3.2 TRADEOFF THEORY.....	23
2.2.3 PECKING ORDER THEORY E TEORIA DEI SEGNALI.....	25
2.3.4 AGENCY THEORY.....	27
<b>2.4 LIVELLO DI INDEBITAMENTO TARGET</b> .....	<b>30</b>
<b>CAPITOLO 3 - CORREZIONE DELLO SQUILIBRIO FINANZIARIO TRAMITE LA REGOLAMENTAZIONE FISCALE</b> .....	<b>32</b>
<b>3.1 THIN CAPITALIZATION</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2 ACE</b> .....	<b>35</b>
3.2.1 INCREMENTI E DECREMENTI DEL CAPITALE .....	36
3.2.2 DISPOSIZIONI ANTIELUSIVE .....	38
3.2.3 AGEVOLAZIONI PER CAPITALE PROPRIO E LIMITAZIONI ALLA DEDUCIBILITÀ DEGLI INTERESSI PASSIVI NEGLI ALTRI STATI MEMBRI .....	39
<b>3.3 DEBRA</b> .....	<b>43</b>
3.3.1 STORIA E FUNZIONAMENTO.....	44
3.3.2 DISPOSIZIONI ANTIELUSIVE .....	46
3.3.3 DEBRA ED ACE .....	47
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>49</b>





## INTRODUZIONE

L'obiettivo della tesi è presentare un quadro di riferimento completo dell'analisi comparativa tra il ricorso a strumenti di debito e l'utilizzo equity. Il fine dell'analisi è quello di comprendere gli effetti e le implicazioni dell'attuale squilibrio a favore del debito e, in particolar modo, di analizzare gli interventi effettuati dallo Stato e dall'Europa per attenuare tale squilibrio e rendere le imprese più solide e meno esposte al fallimento. Dunque, verranno esposti i benefici indotti dall'utilizzo dell'equity e, d'altro canto, i vantaggi e le implicazioni annesse all'utilizzo del debito. Si farà particolare riferimento alla deducibilità degli interessi passivi, introdotta per incentivare le imprese a sfruttare l'effetto leva del debito, e successivamente contrastata dalle norme nazionali e comunitarie volte a frenare il ricorso a strumenti di debito e ad incentivare, invece, l'utilizzo dell'equity.

La tesi è suddivisa in tre capitoli, di cui il primo introduce l'argomento attraverso un'analisi del sistema imprenditoriale italiano, ripercorrendone la storia e le principali caratteristiche. Dunque, si andrà ad esaminare il sistema fiscale italiano menzionando le imposte più importanti ed esponendo il meccanismo con cui le società e i singoli vengono tassati. In seguito, verranno analizzati aspetti deleteri che caratterizzano il sistema economico italiano: il cuneo fiscale, il Total Tax Rate italiano e infine il confronto tra l'onere tributario in capo alle PMI e alle imprese di grandi dimensioni, le quali, al contrario delle PMI, spesso riescono ad alleggerire la gravosità del carico fiscale.

Il secondo capitolo concerne la struttura finanziaria delle imprese e, dopo una breve analisi sulle modalità di finanziamento che prediligono le imprese italiane, si entrerà nel vivo della questione, approfondendo gli aspetti determinanti e le implicazioni del ricorso al debito e dell'utilizzo dell'equity. Per quanto riguarda l'indebitamento, verrà spiegato in cosa consiste l'effetto leva e in che modo avviene la deduzione degli interessi passivi, riportando un esempio numerico che mostra come la tassazione, e di conseguenza la deducibilità degli interessi, possano recare effetti distorsivi sulle scelte di investimento e di governance delle imprese. Inoltre, si esamineranno gli effetti di un eccessivo livello di indebitamento con riferimento alle implicazioni micro e macroeconomiche.

L'equity invece viene definito come il capitale proveniente da ogni strumento finanziario diverso dall'indebitamento, il cui utilizzo è fondamentale per la crescita e la solidità di un'impresa. Dopo aver analizzato le caratteristiche che differenziano l'equity dal debito, si menzioneranno le nuove modalità, quali l'equity crowdfunding, utilizzate per reperire finanziamenti, mettendo in luce come l'introduzione e l'impiego di questi nuovi strumenti finanziari possano recare benefici significativi al sistema economico italiano.

Infine, verranno analizzate le principali teorie sulla struttura finanziaria ottimale, le quali hanno dato vita ad un pensiero economico volto a ricercare un livello di indebitamento target. La prima teoria esposta è quella di Modigliani-Miller le cui riflessioni hanno dato adito ad altre teorie, successive a livello temporale, quali la teoria del Trade off finanziario, la teoria dell'Ordine gerarchico, la teoria dei Segnali e la teoria dell'Agenzia.

L'ultimo capitolo invece esamina la regolamentazione fiscale che, nel corso degli anni, ha subito modifiche e nuovi interventi al fine di limitare il ricorso al debito incentivando le imprese ad utilizzare capitale proprio. La prima norma ad essere vagliata è la Dual Income Tax che per prima si prepone l'obiettivo di attenuare l'utilizzo del debito. In seguito, con lo stesso fine, viene introdotto l'istituto della thin capitalization dell'art. 98 del Tuir, inserito a seguito del recepimento della direttiva europea Anti Tax Avoidance Package Directive (ATAD). La norma, il cui funzionamento verrà più volte menzionato all'interno del testo, prevede una limitazione alla deducibilità degli interessi passivi che uguaglia, una volta sottratti gli interessi attivi, il 30% del ROL. Gli ultimi paragrafi del capitolo approfondiscono invece l'ACE e il DEBRA. L'aiuto alla crescita economica (ACE), di cui l'analisi sarà ampliata anche alle varianti della norma introdotta in altri Stati europei, incentiva l'utilizzo dell'equity consentendone una parziale deduzione. Inoltre, attraverso disposizioni antielusive, contrasta i comportamenti delle imprese volti a dedurre più del dovuto dalla base imponibile.

Il DEBRA, invece, volto al medesimo fine, si differenzia poiché, oltre alle variazioni di calcolo trattate nel corso del capitolo, sarebbe recepito e verrebbe applicato a partire dal 2024 in tutta l'Europa. Il capitolo terminerà con le implicazioni e i possibili effetti dell'introduzione del DEBRA e dunque con un confronto tra le due agevolazioni.

# CAPITOLO 1- REDDITO DI IMPRESA

## 1.1 IL TESSUTO IMPRENDITORIALE IN ITALIA

Il tessuto produttivo ed imprenditoriale italiano, rispetto agli altri paesi europei, è caratterizzato dalla prevalenza di microimprese e di piccole medie imprese, che costituiscono il cuore pulsante dell'industria italiana. Si tratta di un sistema imprenditoriale unico per caratteristiche che deve la sua struttura a influenze culturali e storiche risalenti agli anni in cui sono state gettate le fondamenta per la nascita del sistema imprenditoriale italiano.

La rivoluzione industriale, arrivata in Italia verso la fine del diciannovesimo secolo, vede la nascita di gruppi di imprenditori uniti per formare le prime industrie, come la Fiat nel settore automobilistico e la Pirelli con la produzione di gomme e la creazione di prodotti petrolchimici. Sono anni in cui le aziende guadagnano tramite esportazioni, poiché la maggior parte della popolazione italiana vive di agricoltura e artigianato. Infatti, durante il ventennio fascista, le imprese ebbero una prima fase di sviluppo incentivate dalle politiche protezionistiche e anticoncorrenziali del periodo. Tuttavia, per l'innovazione e lo sviluppo di nuove tecnologie bisogna attendere il cosiddetto "miracolo economico", avvenuto in seguito alla Seconda guerra mondiale, grazie a significativi interventi dello Stato, salari e prezzi bassi, e spirito di rinascita. In questi anni, dai '50 fino alla fine dei '60, piccoli imprenditori si mettono in proprio e, grazie alle proprie abilità spesso derivanti dai mestieri precedenti (artigiani, sarti etc..), formano migliaia di piccole e medie imprese.

Negli anni successivi si assiste a uno scenario profondamente diverso e decadente rispetto agli anni del boom economico che se da un lato ha reso l'Italia più ricca e moderna dall'altro ha dato vita a cambiamenti sociali e squilibri.

Infatti, dopo quel ventennio, i livelli di crescita si sono assestati su ritmi più bassi e l'Italia non è mai riuscita a ridurre in maniera significativa il divario con le altre nazioni europee. Tuttavia, allora come oggi la colonna portante dell'industria del nostro paese restano le PMI, le quali riescono ad adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente esterno e a investire nell'innovazione (Ciccarelli C., Fenoaltea S., Banca d'Italia, Quaderni di Storia Economica 2010).

Per potersi definire come tale una PMI deve contare meno di 250 dipendenti, un fatturato inferiore a 50 milioni oppure un attivo di bilancio inferiore a 43 milioni di euro. Secondo i dati ISTAT riguardanti la composizione del sistema imprenditoriale italiano il 99,9% delle imprese ha meno di 250 addetti, delle quali il 94% ne ha meno di 9 (Istat, Imprese, 2020). Le grandi imprese, dunque, rappresentano una percentuale irrisoria dell'imprenditoria in Italia (0,1%). Inoltre, secondo il rapporto regionale PMI 2021 a livello complessivo il valore aggiunto prodotto è pari a "230 miliardi di euro di cui il 39% da PMI che hanno sede nel Nord-Ovest, il 28% da società del Nord-Est, il 18% da imprese dell'Italia centrale e il restante 15% da quelle meridionali. Si tratta di numeri già influenzati dalla crisi pandemica che ha causato un calo dei ricavi in media del 20%" (Rapporto regionale PMI, 2021).

Per quanto riguarda le start up innovative, in base alle stime del Ministero dello Sviluppo Economico, i dati relativi al primo trimestre del 2022 attestano un aumento del 2% rispetto al trimestre precedente per un totale di 14362 startup iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese. Risulta significativo che 27% di quest'ultime hanno sede in Lombardia e il 18,9% a Milano che conta un totale di 1555 start up attive (Ministero dello sviluppo economico, Startup e PMI innovative in crescita primo trimestre 2022, 24 Giugno 2022,).

Questi dati forniscono una rappresentazione della mentalità che contraddistingue questo paese. Una mentalità che vede la persona come principale risorsa di valore, stimolando un gran numero di cittadini a intraprendere attività rischiose al fine di affermarsi all'interno della società come singolo. Ed è proprio ponendo al centro di ogni decisione la persona singola, l'imprenditore, che si riesce a creare imprese snelle, flessibili, adattabili ai cambiamenti dell'ambiente competitivo.

Tuttavia, all'interno di un sistema economico la prevalenza di imprese di piccole dimensioni può causare alcuni squilibri. Ad esempio, le imprese di modeste dimensioni, avendo un numero di dipendenti limitato, non contribuiscono in modo significativo all'occupazione. Inoltre, le opportunità di crescita di questo genere di impresa sono limitate dall'esiguo numero di persone con ruoli di direzione all'interno dell'impresa. Infatti, le mansioni svolte da quest'ultimi difficilmente possono estendersi ad altri progetti che permettano all'impresa di crescere.

Una caratteristica assolutamente non trascurabile del sistema imprenditoriale italiano, che accomuna sia grandi sia piccole e medie imprese, riguarda la presenza di un gruppo familiare nei ruoli direttivi. Questa caratteristica comporta sicuramente un'attenzione



maggiore alla qualità del prodotto dovuta alla passione genuina spesso propria delle famiglie, le quali provano a trasmetterla anche alle generazioni successive che spesso rimangono a capo dell'impresa. Questo determina una cultura dell'impresa che va di pari passo con quella familiare, improntata sugli stessi valori, trasferiti all'interno dei membri della famiglia.

Tuttavia, la prevalenza della famiglia alla guida di un'impresa non implica che ogni componente della famiglia sia un ottimo manager aziendale. Anzi, in molti casi nessun componente a capo dell'impresa possiede le capacità per comprendere le opportunità di crescita o di investimento e sviluppare una politica aziendale in linea con esse. Discorso valido in particolar modo per la struttura finanziaria dell'azienda, di cui di certo non è semplice trovare la composizione ottimale tra debito ed equity, ma molto spesso nelle PMI, e in particolar modo in quelle con gestione familiare, l'aspetto finanziario risulta marginale o addirittura assente. Il motivo alla base della inefficienza nell'ambito finanziario delle PMI risiede nell'accesso ai mercati finanziari del capitale, che risulta complesso per questa tipologia di imprese.

Le imprese italiane sono quindi focalizzate generalmente sull'indebitamento bancario, rinunciando quindi in parte alla raccolta di capitale sui mercati finanziari. L'indebitamento, tuttavia, quando il mercato creditizio si trova in condizioni di stress, comportando quindi una regolamentazione più stringente, può risultare una scelta deleteria per l'impresa. Inoltre, si tratta di uno strumento non adatto a progetti ad alto rischio per sua natura, eppure la mancanza di un mercato di capitali e di operatori istituzionali efficienti, induce le imprese o ad utilizzare capitale proprio oppure, se non ne hanno a sufficienza, ad indebitarsi.

## 1.2 IL SISTEMA DI TASSAZIONE PER LE IMPRESE

La tassazione, diretta o indiretta, incide fortemente sulla vita di un'impresa, sia per quanto riguarda gli utili, le perdite e la crescita economica dell'azienda, sia per la definizione della struttura finanziaria.

Di conseguenza è necessario analizzare la composizione del sistema di tassazione cui un'impresa deve far fronte in Italia.

Il prelievo fiscale a carico delle imprese è dovuto principalmente all'IRES, IVA, IRPEF, con l'aggiunta dell'imposta regionale IRAP, dei contributi INPS, IMU e altre tasse minori per pubblicità e rifiuti.

L'imposta sul reddito delle società (IRES) è un'imposta proporzionale e personale con aliquota unica, la cui entità è del 24% (legge di stabilità del 2016). La base imponibile si determina sottraendo i costi deducibili dai ricavi attraverso un calcolo complesso data l'impossibilità della completa deduzione dei costi. L'imposta è versata dalle SPA, SRL, SAPA, società cooperative e le società di mutua assicurazione e dalle società europee residenti in Italia. Inoltre, anche gli enti pubblici e privati sono soggetti all'imposizione così come qualsiasi tipo di società ed enti che producono redditi prodotti in Italia anche se non vi risiedono.

Per quanto riguarda i lavoratori autonomi, i soci delle società di persone e le imprese individuali l'imposta di riferimento è l'IRPEF. L'imposta sul reddito delle persone fisiche è una tassa diretta di tipo personale e progressivo e colpisce tutti coloro che hanno un reddito conseguito in Italia, che siano residenti o non residenti. E' una categoria più ampia rispetto agli imprenditori, ma nella quale, come detto, rientrano anch'essi. Essendo progressiva l'IRPEF non assorbe la stessa quantità per ogni reddito ma aumenta in base alla cifra dichiarata procedendo a scaglioni, partendo quindi da un minimo di 23% fino ad arrivare ad un 43% per i redditi oltre i 50 mila euro (Legge di bilancio 2022).

Per quanto riguarda l'imposta sul valore aggiunto (IVA), un'imposta indiretta con aliquota del 22% nell'ambito della produzione e lo scambio di beni e servizi, merita menzione il suo particolare meccanismo fiscale. Ogni intermediario della filiera produttiva, dal primo produttore fino al consumatore che acquista il prodotto, versa l'imposta per la propria parte di valore aggiunto creato. Dunque, è un'imposta che consente la traslazione del carico tributario dal produttore al consumatore. Per traslazione si indica il processo attraverso il quale il fornitore, primo soggetto a pagare

l'IVA, aumentando il prezzo del proprio prodotto, fa gravare l'imposta sull'impresa dettagliante che lo acquista. Il versamento di ogni intermediario corrisponde alla differenza tra l'IVA a credito e l'IVA a debito sul bene che l'intermediario compra da un fornitore e rivende o a un altro produttore, successivo nella filiera produttiva, o al consumatore finale. Per IVA a credito si intende l'importo, scorporato il prezzo del prodotto, pagato dal produttore nei confronti di un fornitore per l'acquisto del bene, e ottenuto applicando al prezzo del bene in questione un'aliquota del 22%. Per IVA a debito si intende invece la riscossione sulle vendite compiuta dal produttore quando il dettagliante, successivo nella filiera, acquista il prodotto pagando un prezzo comprensivo dell'IVA. La maggiorazione del prezzo dettata dall'IVA rappresenta l'IVA a debito nei confronti del dettagliante. Pertanto, ogni produttore pagherà l'imposta sul bene che acquista dal proprio fornitore, e, quando rivenderà il prodotto, sarà pagato dal dettagliante con un prezzo comprensivo dell'IVA. La differenza tra i due importi, che non comprende chiaramente il prezzo del bene prima acquistato a poi venduto, ma soltanto la differenza degli importi fiscali annessi, come detto, sarà versata all'Erario.

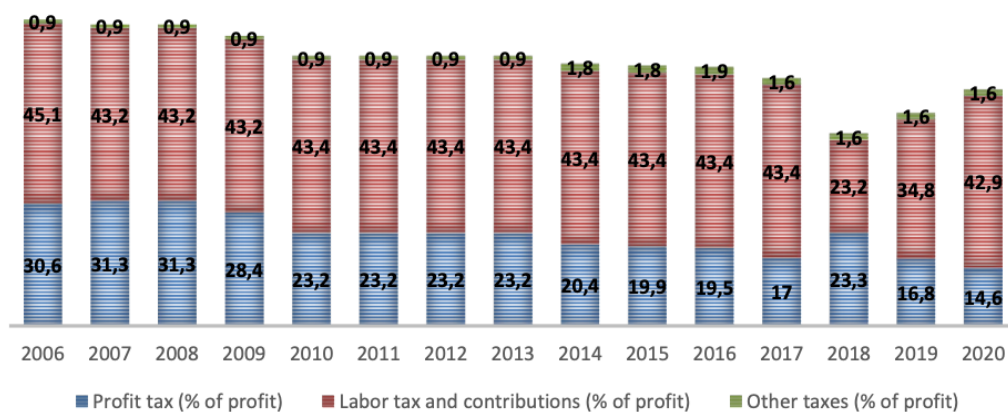
Il meccanismo appena descritto giunge al termine quando il consumatore finale acquista il bene ad un prezzo, per l'appunto, maggiorato del 22%, pagando così il proprio onere tributario.

Un altro fattore significativo, caratteristico del sistema imprenditoriale italiano, è la differenza tra quanto il datore di lavoro paga uno stipendio e quanto percepisce effettivamente il lavoratore, scarto denominato cuneo fiscale, che rappresenta uno dei problemi più significativi per lo sviluppo delle imprese italiane e per il contenimento dell'evasione fiscale. Il cuneo fiscale può essere espresso come il differenziale tra costo del lavoro e retribuzione netta. La retribuzione netta è la differenza tra la retribuzione lorda e imposte, sottraendo anche i contributi sociali. Tale differenziale in Italia arriva fino al 46,5%, il quinto più alto tra i Paesi Ocse nel 2021 (ilsole24ore, 24 maggio 2021). È importante sottolineare che l'onere economico e amministrativo della pressione fiscale sulle piccole-medie imprese, fondamentali per la crescita, pesa nel complesso ben più che nelle imprese medio-grandi. Quest'ultime, infatti, attraverso comportamenti elusivi approfonditi in seguito e potendo contare su risorse e fatturato di dimensioni maggiori possono smaltire più facilmente l'onere tributario. Una riduzione del cuneo fiscale sul lavoro chiaramente migliorerebbe le condizioni

lavorative sia dei lavoratori sia dei datori di lavoro. Tuttavia, ridurre questo divario risulta molto complesso. Una soluzione potrebbe essere quella di agire su una delle due voci che lo determinano, ovvero imposte e contributi sociali. Ma la riduzione di una o dell'altra percentuale inevitabilmente si traduce in una spesa per le casse dello Stato, che si troverebbe a dover ridurre misure di sostegno all'economia.

### 1.3 IL TOTAL TAX RATE

Un ulteriore indicatore di pressione fiscale sulle imprese è il “Total Tax And Contribution Rate” (TTCR), che rappresenta l'ammontare delle imposte e contributi obbligatori a carico dell'impresa espressi come percentuale sui profitti commerciali, calcolati in seguito a detrazioni ed esenzioni. Ovvero la percentuale di profitti cui l'impresa rinuncia per pagare imposte, tasse e contributi sociali. Si tratta di un indicatore elaborato dalla Banca mondiale, che nel 2020 colloca l'Italia al ventiseiesimo posto su 212 paesi con 59,1% di TTCR, inferiore soltanto alla Francia che arriva al 60,7%. (Doing Business nell'Unione Europea 2020: Italia,)



Fonte: Elaborazione FNC su dati Banca Mondiale

Attraverso la serie storica delle principali componenti del TTCR si evince che dal 2006 al 2020, sebbene lentamente, l'indicatore diminuisce dal 76,7% al 59,1%. Si tratta di un progresso significativo, che, tuttavia, mantiene la percentuale italiana distante da

quelle di altri paesi come la Germania (48,8%), Spagna (47%) e Regno Unito (30,6%). Come mostra il grafico il TTCR sintetizza tre diversi indicatori: imposte sui profitti aziendali, imposte sul lavoro e contributi sociali, e le altre tipologie di tasse che influenzano modicamente l'indicatore. Risulta chiaro che il livello del TTCR è determinato in particolar modo dalle imposte sul lavoro e contributi sociali obbligatori, indicatore che negli anni presi in esame non ha subito un significativo ridimensionamento. Al contrario il calo del total tax rate è attribuibile alla componente delle imposte sugli utili aziendali con un calo di 16 punti percentuali.

Le percentuali appena esposte sono la rappresentazione e la causa, insieme ad altre, della difficoltà di un paese da anni in crisi a rinascere. Infatti, nonostante i segnali di cambiamento ci siano, tale pressione fiscale inevitabilmente scoraggia le medio-grandi, ma soprattutto le piccole e medie imprese, a innovare, crescere e a reggere il confronto con le economie estere.

#### 1.4 DIMENSIONI DELL'IMPRESA E FATTORE FISCALE

Il prelievo fiscale a carico delle imprese, in particolare delle PMI, incide fortemente sulla produttività, specie se l'onere tributario è sproporzionato rispetto alle dimensioni dell'impresa. Infatti, già prima che la crisi pandemica danneggiasse l'economia italiana, secondo le statistiche stilate dall'Ufficio di studi della CGIA di Mestre le PMI rispetto alle grandi imprese pagavano l'11% in più di tasse (ufficio studi CGIA, 4 gennaio 2020). Discrepanza fiscale che, insieme all'avvento del Covid 19, ha deteriorato significativamente il motore economico del nostro paese, dal momento che, secondo il rapporto Cerved PMI 2021, le 45 mila PMI più colpite dal Covid hanno ridotto il MOL del 67% (Rapporto Cerved PMI 2021). Dunque, una pressione fiscale così elevata a carico delle PMI sicuramente non fa che rallentare la ripresa economica, considerando che, come detto in precedenza, le grandi imprese riescono, a discapito delle entrate dello Stato, ad evitare di corrispondere l'onere tributario in misura proporzionale al proprio reddito. Uno dei motivi, e sicuramente quello più sano, grazie al quale le grandi imprese riescono ad avere un tax rate relativamente basso, risiede nell'ottenimento di alcune esenzioni e crediti d'imposta. Tali agevolazioni sono concesse potenzialmente ad ogni tipo di impresa ma in realtà sono sfruttate solo dalle

imprese con ingenti risorse e con ampie dimensioni strutturali e che possano permettersi di compiere determinati investimenti. Ad esempio, il credito di imposta del 50% per gli investimenti in beni materiali Industria 4.0, è finalizzato a garantire agevolazioni alle imprese che producono innovazioni tecnologiche, considerando anche che il credito d'imposta non concorre alla formazione del reddito ai fini dell'imposta sui redditi e del valore della produzione IRAP. È facile comprendere che un'agevolazione del genere è realisticamente ottenibile da una grande impresa, che risulta più adatta per il settore in questione. Stesso discorso per il credito d'imposta per gli investimenti in ricerca e sviluppo o per altre attività innovative. Si tratta di investimenti effettuati da imprese che possono permettersi di spendere cifre sostanziose, tenendo conto che l'attenuazione della spesa dovuta all'agevolazione fiscale avviene soltanto in un secondo momento e che quindi non esenta l'impresa dal pagamento immediato per l'investimento richiesto dal bando.

Inoltre, le grandi imprese, specialmente le multinazionali per pagare meno imposte assumono comportamenti elusivi quali la manipolazione dei prezzi di trasferimento tra società di un gruppo, cambio di residenza, vendita di beni immateriali, e sfruttamento delle convenzioni contro le doppie imposizioni.

Una manipolazione del prezzo si verifica quando un'impresa localizzata in giurisdizioni ad alta tassazione acquista beni o servizi da società del gruppo localizzate in paesi a bassa tassazione. In questo modo si ha uno spostamento dei profitti in giurisdizioni a fiscalità più favorevole. Le grandi imprese ricorrono spesso anche alla vendita di beni immateriali, quali tecnologie o proprietà intellettuali, al fine di spostare i profitti alle imprese affiliate con bassa tassazione. Quest'ultima è una pratica molto usata in quanto l'impresa è esentata dallo spostamento fisco del bene in quanto immateriale.

Inoltre, è facile capire come le imprese possano semplicemente cambiare la propria residenza in un paese poco tassato. Se invece si tratta di un bene prodotto ed esportato in due luoghi differenti, sfruttando le convenzioni sulle doppie imposizioni, le imprese riescono a non pagare le tasse né di un paese né dell'altro, eludendo le convenzioni volte normalmente a evitare una tassazione doppia, ovvero in entrambi i paesi.

Tuttavia, l'OCSE si è mosso per evitare che questi comportamenti elusivi abbiano l'efficacia che finora ha consentito alle multinazionali di arricchirsi a danno degli Stati in cui svolgono effettivamente la propria attività. Infatti, con il primo pillar del progetto BEPS le aziende con reddito superiore a 20 miliardi e profitti che superano il

10% dei costi, devono riallocare una parte dei loro profitti nei paesi in cui la multinazionale produce almeno un milione di euro di ricavi. Invece, con il secondo pillar viene fissata un'aliquota minima effettiva al 15%. In questo modo se una multinazionale riuscisse a diminuire l'onere tributario al di sotto di questa soglia, non tramite i crediti d'imposta sopracitati ma attraverso comportamenti elusivi, pagherà obbligatoriamente un minimo del 15%.

I meccanismi delle riforme appena citate si pongono l'obiettivo di ricostituire per quanto possibile l'uguaglianza nel trattamento subito tra le diverse realtà economiche, stesso fine tra l'altro di qualsiasi riforma in ambito fiscale. Tuttavia, data la complessità del sistema fiscale e di quello imprenditoriale è facile che si creino squilibri, a volte paradossali, all'interno della società (il tax rate di un tabaccaio può essere più elevato di quello di una multinazionale). Tutto ciò, oltre ad essere in parte immorale, non fa che deteriorare il nostro sistema imprenditoriale fondato, come detto, principalmente da piccole e medie imprese.

Nel prossimo capitolo si andrà invece ad esaminare nello specifico la struttura finanziaria aziendale, analizzandone le agevolazioni fiscali e le relative implicazioni che emergono dalla composizione finanziaria tra debito ed equity.

## CAPITOLO 2-CONFRONTO TRA EQUITY E DEBITO

### 2.1 LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI

In questo capitolo si analizzerà la struttura del capitale, ovvero il modo in cui un'impresa finanzia i propri investimenti. Infatti, ogni azienda, sia nelle prime fasi sia durante la propria vita economica, combina a proprio piacimento equity, ovvero capitale proprio, debito e titoli finanziari al fine di finanziarsi. La composizione di questi elementi, diversa per ogni impresa, è chiamata struttura finanziaria. La mancanza di una combinazione ottimale tra i fattori nominati, che soddisfi il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti, inevitabilmente condiziona la capacità dell'impresa nell'attuare strategie e assumere decisioni per conquistare il successo competitivo.

Dunque, per analizzare le scelte nell'ambito della struttura finanziaria delle aziende italiane è impossibile tralasciare la composizione del sistema finanziario nazionale ed i suoi operatori, in primis le banche, che influenzano e condizionano le decisioni e la mentalità dell'imprenditore. Il sistema italiano è un sistema bank based, in quanto prevede la tendenza a instaurare rapporti di lunga durata con la banca, la quale trae benefici sfruttando appieno il proprio vantaggio informativo. Dunque, l'integrazione tra imprese e banche, imposta da questo sistema, condiziona inesorabilmente il livello di indebitamento delle imprese. Infatti, la struttura finanziaria delle aziende italiane si caratterizza per la propensione al ricorso a strumenti di debito sottoscritti dalle banche. Tuttavia, il ricorso all'indebitamento, specie se a breve termine, incide significativamente sugli oneri finanziari e rischia di indurre l'imprenditore a non definire una strategia finanziaria a lungo termine, rendendo l'impresa più fragile a fronte di complicazioni future. Inoltre, l'accesso ai finanziamenti rimane uno dei problemi più importanti per la crescita delle PMI italiane. Alla base del problema permane la differenza dei tassi di interesse tra prestiti per PMI e prestiti per le grandi imprese, e l'assenza quasi totale di investitori privati e di venture capital inclini a finanziare le imprese per gli investimenti durante le fasi iniziali.

Nonostante ciò, il profilo finanziario di un'impresa italiana è improntato all'indebitamento, con la tendenza a non diluire la proprietà a terzi considerando anche

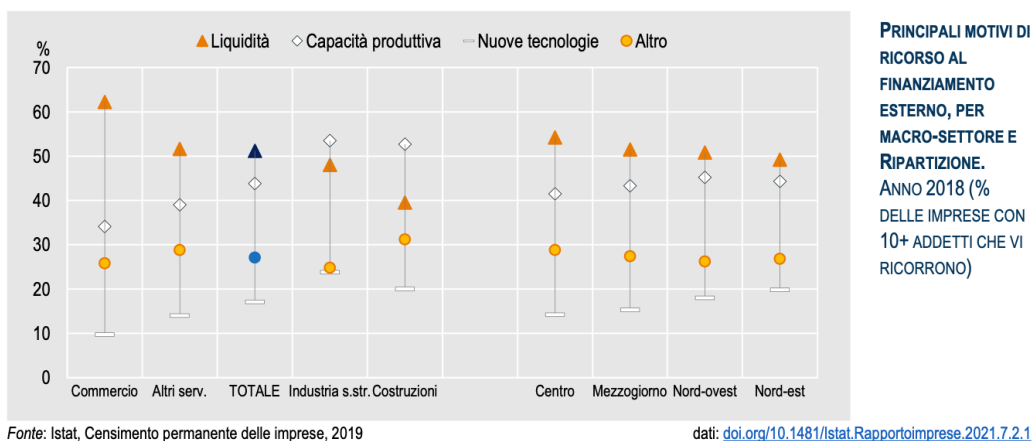


che le imprese quotate sui mercati del capitale sono solo 410, numero che rappresenta una misera percentuale rispetto alla totalità delle imprese italiane, pari secondo l'Istat a 4 milioni 398 mila (Borsa italiana per le PMI, 31 marzo 2022) (Istat, Rapporto sulle imprese 2021).

Sebbene vi sia una predilezione per l'indebitamento le imprese italiane mostrano una strategia mista tra debito ed equity. Infatti, secondo i dati Istat del report sulle imprese 2021, i tre quarti delle imprese con almeno 10 dipendenti ricorrono, almeno in parte, all'autofinanziamento, con un'incidenza leggermente maggiore nel Mezzogiorno, dove accedere al credito risulta più complicato. "In complesso ricorrono al credito poco più della metà delle imprese; quello a medio-lungo termine è utilizzato da circa un terzo e quello a breve da poco più del 20%, ma entrambi sono diffusi fino al 40% e oltre tra le imprese più grandi, con almeno 250 addetti". (Istat, Rapporto sulle imprese 2021).

Le imprese che privilegiano il finanziamento tramite equity legano la loro strategia e propensione alla crescita alla capacità di generare risorse interne, che permettano poi a loro volta di finanziare altri investimenti. Tuttavia, le imprese possono comunque essere indotte a ricorrere al debito quando l'elevata concentrazione proprietaria del controllante complica l'immissione di altri mezzi propri per limiti nei patrimoni dei proprietari. Inoltre, l'indebitamento consente di condividere il rischio e quindi di ridurre il rischio operativo dell'impresa. Infatti, per un'impresa che sceglie di intraprendere un'attività rischiosa per sfruttare un'opportunità di crescita può ridurre il rischio indebitandosi.

Nel complesso, il livello di dipendenza varia, non tanto tra sud e nord, come si evince dal grafico, quanto in base alla semplicità con cui sia accede al credito, per il quale la discriminante principale rimane la dimensione. Dunque, la dipendenza dalle fonti esterne è sensibilmente più diffusa tra le grandi imprese.



## 2.2 ANALISI DEL DEBITO

Quando le aziende non riescono a coprire totalmente il fabbisogno finanziario con l'utilizzo del solo capitale interno, 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 in cambio di titoli obbligazionari. La voce di bilancio "capitale di credito" infatti include l'insieme dei vincoli che gravano sull'azienda conseguenti ai debiti della stessa nei confronti di terzi finanziatori. I debiti possono essere a breve termine, se hanno scadenza inferiore ad un anno, e debiti a medio-lungo termine, se esigibili oltre l'anno successivo.

In seguito, verranno analizzate le variabili fiscali ed economiche che influenzano il livello di indebitamento delle imprese e condizionano il funzionamento del sistema imprenditoriale ed economico.

### 2.2.1 DEDUCIBILITA' INTERESSI PASSIVI

L'imposizione tributaria sulle società di capitali è uno dei principali fattori determinanti la struttura finanziaria di un'impresa, in quanto può rendere le alternative

nelle scelte di investimento e finanziamento disincentivanti o incentivanti in base alla tipologia della tassazione. Il regime fiscale cui sono sottoposte le imprese, infatti, può avere 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 governance aziendale. Esiste infatti un fenomeno definito effetto leva secondo il quale se un'impresa si indebita trarrà dei vantaggi fiscali. In particolare, se un'impresa prende denaro in prestito e paga interessi passivi, giova di una riduzione dell'onere tributario, in quanto gli interessi passivi sono deducibili e di conseguenza non fanno parte della base imponibile di reddito su cui si applica l'aliquota fiscale. Se invece lo stesso fabbisogno finanziario viene soddisfatto tramite mezzi propri, dal punto di vista fiscale rischia di essere inefficiente, in quanto non vi sono componenti negativi di reddito deducibili dalla base imponibile.

L'art. 96, Tuir, sin dalla previgente formulazione, prevede che gli interessi passivi e gli oneri assimilati, siano deducibili sino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati e, per l'eccedenza, nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica.

Dunque, per comprendere se effettivamente vi sia un beneficio fiscale e a quanto ammonti la quota di interessi passivi deducibile, si inizia con l'individuare quali siano gli interessi passivi e gli oneri assimilati, ovvero quali siano le componenti negative di reddito riferibili ad interessi passivi. Infatti, non tutti gli interessi passivi sono rilevanti ai fini dell'art. 96 Tuir. Quest'ultimo considera come deducibili gli interessi passivi capitalizzati nel costo dei beni, interessi derivanti da debiti di natura commerciale, interessi relativi a finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili destinati alla locazione, e infine, gli interessi passivi di funzionamento relativi ai cosiddetti "immobili patrimonio". Sono invece considerati indeducibili gli interessi su prestiti effettuati da soci di società cooperative eccedenti la misura stabilita dal comma 465 dell'art 1 della Legge 311/2004 (un terzo degli importi), interessi passivi "transfer pricing", ovvero trasferiti verso società dislocate allo scopo di ottimizzare il carico fiscale e infine interessi passivi relativi a prestiti utilizzati per finanziare un progetto infrastrutturale pubblico. Pertanto, una volta individuati gli interessi passivi si eseguirà un confronto con gli interessi attivi. Se ci sarà un'eccedenza degli interessi passivi rispetto a quelli attivi quest'ultima andrà confrontata con il risultato operativo

lordo, in particolare con il 30% di esso. Il reddito operativo lordo (ROL) è ottenuto dalla differenza tra i ricavi derivanti dallo svolgimento dell'attività ordinaria e i costi legati all'attività ordinaria dell'azienda, con l'eccezione delle quote di ammortamento e dei canoni di leasing, che non sono computabili. Dunque, il confronto degli interessi con il risultato operativo lordo consentirà di individuare la parte di interessi deducibile dalla base imponibile pari al 30% del ROL, e di conseguenza la parte indeducibile che sarà pari all'eccedenza del confronto e verrà considerata nella base imponibile. Gli interessi passivi indeducibili nel periodo d'imposta di competenza, in quanto eccedenti i suddetti limiti, continuano ad essere illimitatamente riportabili e deducibili nei successivi periodi d'imposta nel limite dell'ammontare degli interessi attivi e del ROL non utilizzati per la deduzione degli interessi passivi maturati nel periodo d'imposta di competenza. Dunque, a causa della deducibilità fiscale, la maggior parte dei sistemi fiscali in Europa fornisce di fatto un sussidio al finanziamento tramite debito. In altre parole, gli investimenti finanziati tramite debito hanno un'aliquota fiscale marginale effettiva negativa. Ciò comporta che alcuni progetti di investimento marginali, che non sarebbero redditizi in assenza di tassazione, diventino profittevoli grazie alla deducibilità degli interessi o viceversa. Questo meccanismo può chiaramente implicare effetti distortivi nel sistema imprenditoriale e, di conseguenza, potrebbe risentirne notevolmente l'efficienza allocativa.

#### Effetti della deducibilità, un esempio numerico

Di seguito verranno riportati alcuni esempi numerici che mostrano quanto la tassazione, e in particolare la deducibilità degli interessi passivi, incida sulla convenienza di un investimento.

Si consideri un investimento di mille euro con tasso di rendimento del 15% in 10 anni, un tasso di interesse al 5%, un ammortamento del 10% e un'aliquota al 30% (interessi attivi pari a 0). Per valutare la convenienza di un investimento il tasso di rendimento deve essere maggiore della somma tra tasso di interesse e tasso di ammortamento.

Applicando le percentuali all'investimento si avranno interessi passivi pari a 50, ammortamento pari a 100 e il rendimento pari a 150.

Dunque, nel caso in cui ipotizziamo una deducibilità piena di ammortamento e interessi il costo d'uso del capitale con l'effetto delle imposte sarà pari 150 meno il 30% di 150, ovvero 105. Lo stesso numero si otterrà facendo lo stesso procedimento

con il rendimento dell'investimento che, come detto, ammonta a 150 e quindi, con l'effetto delle imposte si otterrà nuovamente 105.

In questo caso il profitto con o senza l'effetto delle imposte sarà sempre lo stesso, ovvero 0. Dunque, la tassazione, con deducibilità piena di ammortamento e interessi, risulterà neutrale, e di conseguenza non influenzerà la convenienza dell'investimento. Invece, tenendo presente gli stessi dati dell'esercizio precedente e considerando una deducibilità parziale degli interessi passivi, pari al 30% del ROL, l'effetto della tassazione sarà distorsivo ai fini della valutazione dello stesso investimento. Ipotizzando infatti un ROL pari a 100 gli interessi deducibili saranno pari a 30 in base al meccanismo sovraesposto, mentre quelli indeducibili pari a 20 (su 50), l'ammortamento invece rimane interamente deducibile. Il costo d'uso del capitale quindi, tenendo conto anche dell'aliquota, si ottiene sommando ammortamento e interessi deducibili (100+30), applicando l'aliquota del 30% (quindi moltiplicando per 1-30%), e infine aggiungendo interessi indeducibili pari a 20. Il risultato sarà 111 che, se sottratto al rendimento dell'investimento, che anche in questo secondo esempio rimane 105, comporterà una perdita di 6. In questo caso quindi la tassazione rende l'investimento non redditizio, dunque risulterà disincentivante.

La tassazione sarà incentivante solo se si considera un ROL di 200 e un ammortamento accelerato in 5 anni. In questo caso gli interessi anche se confrontati con il 30% del ROL saranno interamente deducibili (il 30% di 200 è 60 mentre gli interessi ammontano a 50). Dunque, a 150, costo d'uso del capitale, si sottrae non 150 moltiplicato per l'aliquota, bensì 250 sempre moltiplicato per 30%, questo poiché si considera una quota di ammortamento raddoppiata rispetto agli esempi precedenti, di duecento e non di cento. In questo modo si riduce il costo d'uso del capitale che con l'effetto delle tasse sarà pari a 75. Sottraendo 75 al rendimento dell'investimento dopo l'effetto delle tasse, ovvero 105, si otterrà un profitto di 30.

Questi esempi lasciano intendere quanto il profilo fiscale di un sistema economico riesca a condizionare le scelte degli imprenditori nell'intraprendere i progetti di investimento e soprattutto nello scegliere attraverso quali mezzi finanziari.

### 2.2.2 IL COSTO DEL DEBITO

La predilezione verso l'indebitamento indotta dalla deducibilità degli interessi passivi, oltre ad essere una fonte di rischio per l'impresa, pregiudica in parte il benessere economico di una nazione. Alcuni studi di esperti come Weichenrieder, Klautke e Gordon stimano il costo di cui risente la nazione tra lo 0,08% a circa lo 0,25% del PIL (Taxes and the efficiency costs of capital distortion, Weichenrieder e Klautke, 2008). Tuttavia, rimangono stime difficilmente valutabili e considerabili poiché non possono tener conto dell'eterogeneità effettiva delle implicazioni e delle esternalità negative dell'utilizzo dell'indebitamento. Sono infatti stime che difficilmente riescono a rappresentare la diversità di variabili come il rischio sistemico, la probabilità di insolvenza, costi sociali delle fluttuazioni del ciclo economico. Inoltre, con utilizzo del debito si intendono anche le attività di trasferimento del debito, che possono implicare allocazioni distorte e non efficienti, dovute all'arbitraggio fiscale internazionale.

A livello microeconomico invece le imprese risentono degli svantaggi annessi all'indebitamento in maniera evidente e significativa e di seguito verranno riportati i motivi, oltre agli incentivi fiscali, per cui spesso si utilizza il debito e non l'equity. In primo luogo, le imprese altamente indebitate sono più vulnerabili e possono con maggiore probabilità dover far fronte a costi di fallimento che aumentano con il livello del debito. In tal caso, il livello di indebitamento ottimale è fissato al punto in cui il beneficio marginale di un'unità aggiuntiva di debito è uguale al suo costo marginale rappresentato dal costo del fallimento.

In secondo luogo, vanno considerati i cosiddetti costi di agenzia. Questi sono una tipologia di costi che sorgono dai conflitti di interesse tra gli azionisti da una parte e altre due parti dall'altra: i manager e gli obbligazionisti. Innanzitutto, può accadere che gli azionisti possano provare a convincere i manager a finanziare gli investimenti attraverso il debito semplicemente per il fatto che parte del rischio e del costo del fallimento è in parte trasferito agli obbligazionisti. Inoltre, anche soltanto l'asimmetria delle informazioni sulla reale situazione dell'impresa (i manager hanno una conoscenza interna che gli azionisti potrebbero non avere) incentiva gli azionisti a promuovere il finanziamento tramite debito. Quest'ultimo infatti limita il Free Cash Flow disponibile nell'azienda, ovvero ciò che rimane dopo aver sottratto le spese in conto capitale dal flusso di cassa operativo. Tale importo, potenzialmente fornisce ai manager fondi per intraprendere investimenti rischiosi e dispendiosi.

I manager potrebbero promettere di restituire il free cash flows agli azionisti tramite dividendi futuri più elevati, ma la politica dei dividendi essere facilmente modificata, e ciò chiaramente riduce la credibilità di questa promessa.

Inoltre, qualora gli azionisti abbiano il dubbio sulla convenienza dell'investimento, possono trovare conforto nell'attività di controllo che compiono gli obbligazionisti, i quali sono tenuti ad accertarsi delle entrate dell'impresa debitrice per via del credito contratto con essa.

È importante sottolineare l'utilizzo del debito può generare un segnale positivo in un mercato caratterizzato dalle asimmetrie informative quale quello odierno.

Qualora gli i manager sapessero che l'azienda non genererà flussi di cassa sufficienti per ripagare i propri debiti, probabilmente preferirebbero utilizzare il capitale proprio al posto del debito, poiché il capitale proprio non implica un pagamento fisso che potrebbe mettere a rischio la solvibilità dell'azienda. Pertanto, i manager saranno incentivati a preferire l'equity al debito quando non sono sicuri della performance dell'azienda e della sua futura capacità di generare flussi di cassa. Dunque, è chiaro come, in base ai presupposti citati, se i manager decidessero di utilizzare il debito, il mercato potrebbe percepire questa scelta come una "scommessa" fatta dagli insider sulla propria azienda. Per questo motivo, l'utilizzo del debito può generare un segnale positivo sul mercato.

Tuttavia, ricorrere a prestiti per finanziare i propri investimenti può essere visto anche come un sintomo negativo, in quanto segnala la mancanza da parte dell'impresa di risorse interne adeguate alle proprie necessità e, inoltre, la dipendenza dai mercati del debito. Dunque, se sono le aziende con limitate risorse a ricorrere all'indebitamento, e al contrario, quelle con capitale proprio in abbondanza non si indebitano, il mercato potrebbe facilmente incorrere nel problema della selezione avversa. È facile comprendere come la selezione avversa delle imprese che accedono al credito implichi che solo le imprese in difficoltà si indebitino, danneggiando di conseguenza il mercato, dal momento che proprio queste imprese sono quelle che rischiano l'insolvenza e quindi di non saldare il debito.

### 2.2.3 IL COSTO DELL'EQUITY

Il termine equity indica il capitale di rischio di una data impresa, ovvero l'importo derivante dal capitale investito e sottoscritto da un imprenditore o da soci dell'impresa. Vengono associati all'equity anche termini come capitale sociale, l'ammontare di tutti i versamenti e conferimenti da parte dei soci, o anche capitale proprio o mezzi propri, ovvero ciò che rimane di un'azienda dopo che siano soddisfatti i debitori.

In generale si può quindi affermare che l'equity è il capitale di un'impresa non apportato da terzi, tranne nel caso in cui i terzi attraverso il conferimento di capitale diventino soci dell'impresa acquisendone parte delle quote partecipative. dunque, in generale l'equity è l'ammontare del capitale di cui l'impresa dispone grazie a strumenti diversi dal debito.

I due elementi fondamentali che, al contrario del capitale di credito, caratterizzano il capitale di rischio sono disponibilità illimitata nel tempo del capitale, vincolato all'impresa nei limiti del suo ammontare, e il fatto che l'impresa non sia formalmente obbligata alla remunerazione e al rimborso. Infatti, il rendimento del capitale di rischio è variabile e soggetto a diverse politiche aziendali in base a chi controlla l'impresa, soprattutto per quanto concerne i dividendi. Tuttavia, è chiaro che ogni investitore si aspetta una remunerazione adeguata sia al conferimento effettuato sia al profilo di rischio dell'impresa.

Un'altra distinzione fondamentale con il capitale di credito risiede nella partecipazione alla formulazione strategica dell'impresa. Infatti, gli obbligazionisti, sebbene tramite attività di monitoraggio controllino le imprese, sono completamente svincolati dalle decisioni intraprese dai manager. Al contrario, un investitore che possiede una quota di partecipazione all'interno di un'azienda e che quindi ha investito in essa, possiede il diritto di voto in assemblea e quindi partecipa alla definizione delle strategie. Nel caso in cui il finanziatore sia un investitore istituzionale specializzato o un venture capitalist, l'impresa potrà giovare della sua esperienza e consulenza.

Inoltre, la remunerazione di chi possiede azioni o quote di un'impresa dipende dai risultati gestionali ottenuti e dal conseguente aumento di valore della società. La remunerazione del capitale degli istituti di credito invece viene stabilita sulla base di un piano di rimborso del capitale con interessi annessi.

Come detto, scegliere quale sia la composizione ottimale tra equity e debito, e quindi tra capitale di rischio e capitali di credito, è uno dei problemi che ogni impresa è chiamata ad affrontare quotidianamente e, per i motivi già espressi, vi è una tendenza

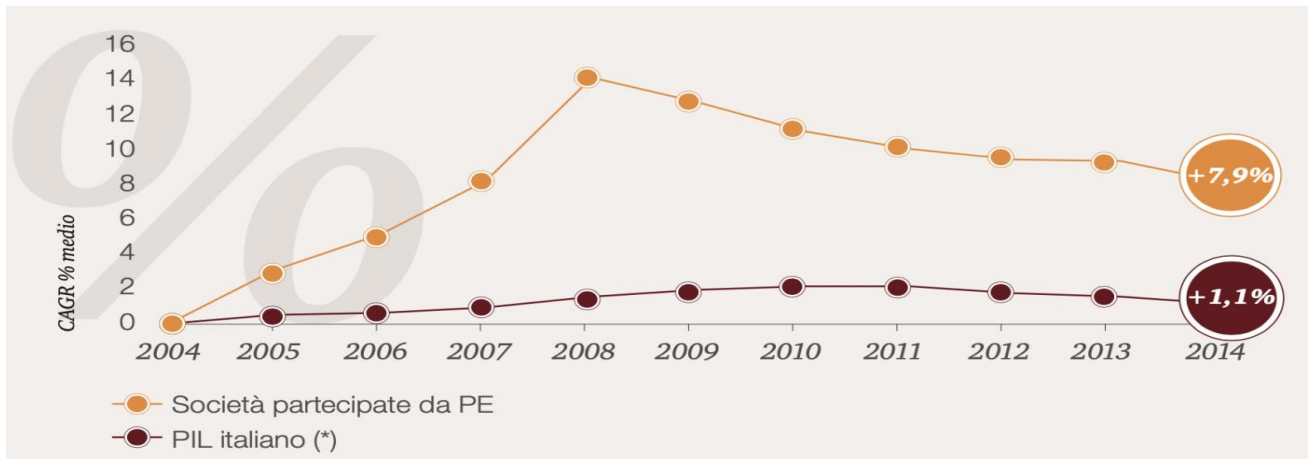


ad affidarsi al debito e in particolare al credito bancario. Ciò inevitabilmente ha reso le imprese italiane dipendenti dalle oscillazioni delle banche e allo stesso tempo ha reso quest'ultime esposte al rischio di aziende in crisi. Le imprese, specie quelle di minori dimensioni e in fase di crescita, potrebbero trarre vantaggio dall'utilizzo dell'equity dal momento che, in una situazione di incertezza e instabilità iniziale, evitano di assumere costi fissi quali quelli di un debito.

Generalmente, dunque, nella definizione dei conferimenti annessi al capitale di rischio le imprese beneficiano significativamente dell'intervento dell'operatore istituzionale, che consente di migliorare non solo i risultati finanziari, ma anche l'organizzazione, a tal punto che l'impresa potrà aumentare la redditività nel medio-lungo termine.

Negli ultimi anni, infatti, si sono sviluppate diverse tipologie di investimento nel capitale di rischio a vantaggio delle imprese ma anche degli investitori. Quella che ha avuto più successo soprattutto nel campo delle start-up innovative è sicuramente l'equity crowdfunding. Grazie a questa tipologia di investimento chiunque, persona fisica o giuridica, può investire in imprese in cui vede del potenziale in cambio di quote partecipative. Se l'idea è buona sarà valutabile e finanziabile da chiunque ne senta parlare e di conseguenza consentirà all'impresa di ricevere un cospicuo ammontare di fondi. In questo modo l'impresa potrà crescere potenzialmente all'infinito arricchendo quindi, qualora produca profitti, anche la moltitudine degli investitori.

Insieme al crowdfunding altre forme di private equity, quali fondi hedge, venture capital e SGR (società di gestione e risparmio), hanno avuto una rapida diffusione negli ultimi anni in Italia. Nel 2020, infatti, secondo uno studio condotto da AIFI il settore del Private Equity ha investito in Italia 6.597 milioni di euro, distribuiti su 471 operazioni che hanno coinvolto 341 diverse imprese. (AIFI, il Mercato del Private Equity e Venture Capital in Italia, 2020). Si tratta di numeri significativi considerando quanto sia importante il private equity per la crescita di un'impresa anche in base agli effetti nel medio-lungo periodo. Di seguito sono riportati alcuni dati significativi, sebbene risalgano al 2014, che mostrano il confronto tra lo sviluppo delle aziende gestite dai fondi di private equity rispetto alla crescita del PIL italiano



*PwC, "L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia".*

Lo studio, condotto dalla società di consulenza PricewaterhouseCoopers, comparando i due andamenti visibili nel grafico, ha dimostrato come in media le imprese in cui investono operatori professionali abbiano rilevato tassi di crescita di gran lunga superiori al prodotto interno lordo italiano, con una differenza che, nel momento di massimo distacco, supera i 10 punti percentuali. I fondi di investimento in capitale di rischio si sono dimostrati fondamentali per lo sviluppo imprenditoriale del nostro Paese, trasformando piccole imprese gestite non al meglio, ma con un grande potenziale, in realtà di successo operanti in tutto il mondo. Il Private Equity, nelle sue varie forme, potrebbe quindi rappresentare una soluzione per ridurre il divario tecnologico e manageriale che separa le imprese italiane dal resto dell'Europa.

### 2.3 TEORIE SULLA STRUTTURA DEL CAPITALE

Nei paragrafi precedenti sono stati solo menzionati studi e teorie sulla struttura del capitale. In seguito, verranno riportate nello specifico le evoluzioni del pensiero sull'argomento, con il fine di comprendere gli effetti sull'economia e di capire se sia possibile individuare una combinazione target tra indebitamento e equity.

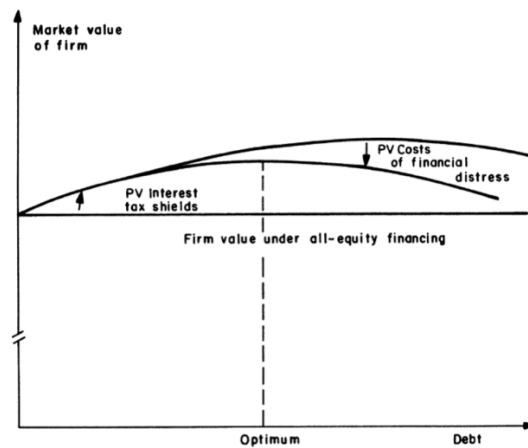
### 2.3.1 MODIGLIANI MILLER

Il teorema di Modigliani Miller è considerato il punto di partenza per gli studi che si impongono di trovare la struttura finanziaria ottimale. La teoria, che verso la fine degli anni Cinquanta stipularono i due economisti, fu la dimostrazione che in mercati dei capitali completi e perfetti il valore totale dell'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria. Ciò in quanto, come precedentemente detto, sono proprio le imperfezioni del mercato e le tassazioni, assenti in mercati perfetti, a rendere il valore dell'impresa influenzabile dalla struttura finanziaria della stessa. Su questo principio si fonda il primo teorema di Modigliani-Miller, che trova specifiche di carattere strettamente finanziario nell'affermare che il costo medio del capitale delle imprese è indipendente dal volume e dalla struttura del debito ed eguaglia il rendimento atteso sull'investimento fornito dalle azioni di imprese con lo stesso profilo di rischio. Ciò implica che, se il rischio degli investimenti finanziati con equity è della stessa entità di quelli finanziati attraverso l'indebitamento, le imprese indebitate pagheranno un costo medio del capitale uguale a quelle che utilizzano unicamente capitale di rischio. Inoltre, qualsiasi guadagno derivante dalla convenienza nel detenere quantità maggiori, ad esempio, di debiti, è compensato da un aumento del costo dell'equity, considerata più rischiosa dato l'aumento del capitale di credito. L'arbitraggio non fa che alimentare il meccanismo appena descritto, in quanto in un mercato perfetto la vendita di un bene omogeneo segue la legge del prezzo unico, che, in mercati competitivi con libero scambio e senza costi di trasporto, stabilisce che lo stesso bene o servizio deve avere lo stesso prezzo in tutti i paesi. Quindi, in un mercato perfetto in cui debito ed equity non sono altro che beni omogenei, gli investitori perseguono pratiche di arbitraggio, e dunque acquistano il bene al prezzo più basso e lo vendono al prezzo più alto, fino a quando non viene eliminata qualsiasi deviazione nel prezzo delle due forme di capitale. (Modigliani F., Miller, M. H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, The American Economic)

### 2.3.2 TRADEOFF THEORY

Un'altra teoria che vale la pena menzionare è la teoria del trade off della struttura del capitale ipotizzata negli anni Settanta da Kraus e Litzenberger, i quali riuscirono, nonostante le critiche da celebri economisti come Myers, Fama, e Franch, a formulare la teoria dominante per la struttura finanziaria aziendale. Secondo la teoria il rapporto

di indebitamento ottimale è determinato da un compromesso tra il vantaggio degli incentivi fiscali sugli interessi e i costi del fallimento. È necessario specificare che per costi del fallimento si intende il prodotto tra la probabilità che l'azienda vada in bancarotta e i costi del dissesto finanziario, condizioni alimentate chiaramente da un alto livello di indebitamento. Essi generalmente possono essere diretti, se si intendono i costi legali ed amministrativi che un'impresa affronta durante le procedure concorsuali, o indiretti, se sorgono prima che l'azienda fallisca a causa di rapporti di indebitamento elevati.



*Myers S. C., "The capital structure puzzle", 1984*

Come si può notare dal grafico, se l'obiettivo è alternare equity e debito per massimizzare il valore dell'impresa, l'imprenditore dovrà aumentare il livello di indebitamento fino al punto di ottimo in cui si compensano i benefici fiscali del debito, derivanti dalla deduzione degli interessi passivi, e il costo dell'indebitamento, derivante come detto dai costi indiretti del fallimento. Dunque, a destra del punto di ottimo, con un livello di indebitamento superiore a quello ottimale, il valore dell'impresa diminuisce ed aumenta il costo medio ponderato del capitale, mentre se il livello del debito è inferiore a quello ottimale non si sfruttano al meglio i vantaggi fiscali derivanti dall'indebitamento. Tuttavia, per ogni impresa il rapporto ottimale tra debito ed equity non si raggiunge facilmente. Myers in "The capital structure puzzle" ritiene che la difficoltà nel raggiungere il punto di ottimo risieda nei costi di aggiustamento, in quanto, a seguito di eventi casuali che allontanano le imprese dal

punto di ottimo, i costi per modificare la struttura finanziaria determinano l'inerzia delle imprese (Myers S. C., The capital structure puzzle, 1984). Le riflessioni condotte dall'economista lo portano ad essere affine con un'altra teoria riguardante la struttura del capitale, la Pecking order theory.

### 2.2.3 PECKING ORDER THEORY E TEORIA DEI SEGNALI

La teoria suggerisce che le imprese hanno un particolare ordine di preferenza per il capitale utilizzato per finanziare le loro attività. Ordine che vede la rischiosità della fonte come principale indicatore. La fonte di finanziamento privilegiata e quindi meno rischiosa sono infatti i fondi interni, soprattutto gli utili reinvestiti, seguiti dalle emissioni di debito e infine dalle nuove emissioni di azioni.

Risulta evidente come il finanziamento interno, poiché privo di costi di emissione, sia il più vantaggioso e di conseguenza la fonte di finanziamento preferita dai manager. Discorso valido anche per il debito, che implicando costi di emissione minori rispetto all'emissione di titoli azionari, viene utilizzato più frequentemente.

È bene specificare poi che motivo per cui le fonti di finanziamento nominate abbiano onerosità differenti risiede nella presenza di asimmetrie informative.

L'asimmetria informativa in generale è il meccanismo che consente a un qualunque venditore, che ha una conoscenza completa delle prestazioni del prodotto che vuole vendere, di scegliere un prezzo superiore rispetto alla qualità del prodotto. Pertanto, le prestazioni offerte da quel prodotto non saranno mai soddisfacenti e saranno al massimo pari alla prestazione media degli altri prodotti dello stesso tipo presenti sul mercato. Di conseguenza l'acquirente e in generale la domanda di quel prodotto richiederà un prezzo più basso, che verrà quindi necessariamente scontato a causa dell'asimmetria informativa descritta.

Allo stesso modo le imprese che emettono azioni inevitabilmente emetteranno titoli solo quando questi ultimi saranno sopravvalutati potendo scegliere un prezzo più alto rispetto all'effettivo valore dei titoli. Tuttavia, gli acquirenti consci dell'esistenza dell'asimmetria informativa compreranno le azioni soltanto ad un prezzo più basso che

comporterà inefficienze per l'impresa emittente. Dunque, si rifiuteranno di acquistare le azioni al prezzo di emissione, in quanto sarà facile interpretare la vendita di titoli azionari come il segnale che l'impresa non creda nella crescita del valore dell'azienda e quindi nella crescita del valore delle proprie azioni.

L'emissione di debito, d'altra parte, può avere l'effetto contrario, motivo per cui, in base alla Pecking order theory, viene preferito all'emissione di equity. Infatti, un'impresa disposta ad indebitarsi, come già precedentemente accennato, segnala la fiducia di riuscire a risanare il debito attraverso la creazione di profitti e la crescita di valore dell'impresa. Inoltre, il processo di indebitamento sebbene non comporti la cessione di quote aziendali, consente anche di ridurre l'asimmetria informativa presente tra aziende ed istituti di credito. Infatti, come detto, chi acquista obbligazioni o concede prestiti potrà infatti controllare la solvibilità del patrimonio dell'impresa ai fini della risanazione del prestito.

Infine, la teoria secondo cui le emissioni di debito e di equity siano segnali negativi o positivo per il mercato e gli investitori è stata ampliata alla fine degli anni Settanta anche da Leland e Pyle. I due economisti analizzarono il problema dell'asimmetria informativa e delle implicazioni descritte finora riferendosi in particolare alle piccole imprese, per le quali investitori ed enti creditizi riscontrano più difficoltà nel valutare il livello di rischio. (Leland H. E., Pyle H. D. 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, The Journal of Finance)

Le imprese di minori dimensioni infatti risentono fortemente degli effetti dell'asimmetria informativa, in quanto non emettono titoli negoziati su mercati pubblici, il bilancio non è sottoposto a revisione, e, specie nelle fasi iniziali, sono prive di dati numerici sui risultati economici e mancano di reputazione presso i finanziatori. In questo caso, è fondamentale che un imprenditore dimostri la solidità della propria azienda investendo in essa. Quindi i titolari di impresa che ripongono fiducia nei profitti futuri si finanzieranno tramite fonti di finanziamento interne, rifiutando dunque di ricercare investitori e di cedere loro una partecipazione dell'impresa. Dunque, la Pecking order theory risulta particolarmente efficace per le imprese di piccole dimensioni perché gli outsider che potrebbero investire nell'impresa non conoscono il profilo finanziario e le possibilità di crescita dell'azienda. Pertanto, attribuendo all'impresa un elevato livello di rischio, risponderanno a questa mancanza di informazioni con un elevato costo del capitale proprio, che incentiverà le imprese a

scegliere questa tipologia di finanziamento soltanto in casi estremi. Risulta evidente come l'opacità informativa che caratterizza il mondo delle piccole imprese le danneggi in modo irreversibile e innesti meccanismi inefficienti (Frank, M. Z., Goyal V. K. 2003, Testing the pecking order theory of capital structure),

#### 2.3.4 AGENCY THEORY

Un altro studio che vale la pena menzionare è sicuramente quello condotto dai due economisti Jensen e Meckling, i quali trovarono nei costi di agenzia la discriminante per scegliere la composizione ottimale tra debito ed equity. I costi di agenzia generalmente sono i costi che sorgono dal conflitto di interessi tra preponente e agente, rapporto in cui il preponente assume l'agente affinché svolga un lavoro per suo conto. Dunque, nel caso di un'impresa sono i costi che sorgono dal conflitto di interesse tra manager e proprietari dell'impresa. Il conflitto nasce poiché i manager, avendo il controllo effettivo dell'impresa, possono sfruttare interamente i benefici del proprio ruolo a spese dei proprietari. I due economisti individuano i costi derivanti dalla divergenza di interessi nei costi di controllo, costi di obbligazione e costi residuali.

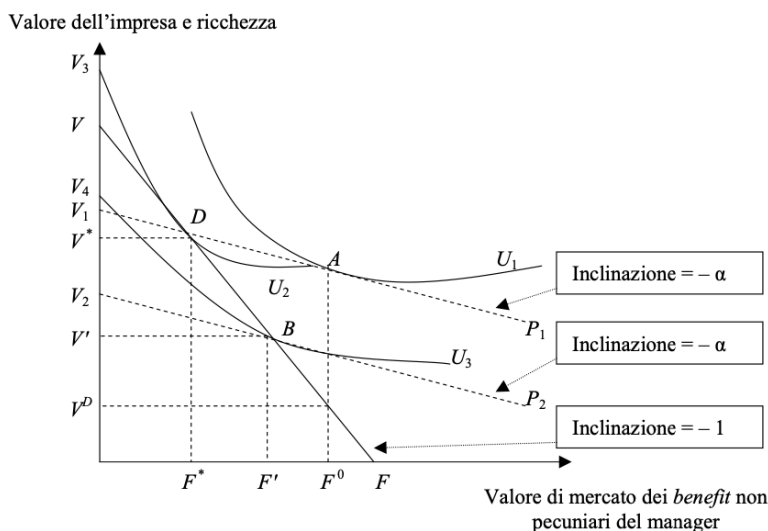
I cosiddetti costi di controllo o monitoraggio sono i costi derivanti da attività volte a esaminare l'operato dei manager e quindi a limitarne la libertà operativa.

I costi di obbligazione servono ai proprietari per assicurarsi che non intraprendano determinati comportamenti che potrebbero danneggiare l'impresa.

I costi residui invece sorgono dalla divergenza tra decisioni prese dai manager e dalle decisioni che massimizzerebbero il benessere dei proprietari

Il punto di partenza per l'analisi compiuta dai due economisti è la creazione di un modello di riferimento in cui il patrimonio di un'impresa è di proprietà unicamente del manager. Le decisioni che il manager proprietario dovrà intraprendere non includono solo quelle che comportano benefici pecuniari, ma soprattutto le scelte che determinano benefit non pecuniari quali avere uno spazio per uffici più grande, mobili più comodi, fare contributi di beneficenza, avere uno staff di segreteria più numeroso del necessario, sottrarsi al lavoro, ecc. Quando il manager possiede il 100 % del capitale, è possibile raggiungere il punto di ottimo tra i benefici pecuniari e non pecuniari, poiché sarà proprio manager a sostenere tutti i costi sorti da queste azioni. I costi di agenzia infatti entrano in gioco, qualora il proprietario-manager venda diritti

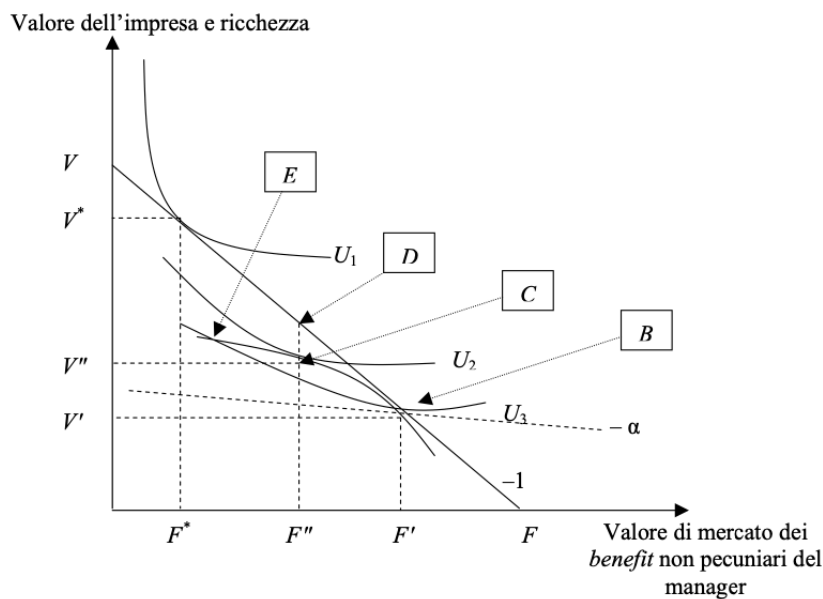
di partecipazione sull'impresa, cedendo quindi di una quota di proprietà. In questo caso sosterrà solo una frazione dei costi sui benefici non pecuniari pagati dall'impresa. È probabile che il monitoraggio da parte di azionisti esterni riduca i costi creati dal manager in quanto ne limita la discrezionalità; tuttavia, è improbabile che li elimini completamente. Di conseguenza la presenza di costi di agenzia rende le decisioni prese dal manager non ottimali, implicando una riduzione del valore dell'impresa. Jensen e Meckling sostengono inoltre che, qualora vi siano elevati flussi di cassa disponibili ma poche opportunità di investimento, l'obbligo della corresponsione delle quote di debito con interessi in qualche modo riduca la discrezionalità del manager e quindi la possibilità che si compiano comportamenti non ottimali a discapito degli azionisti. Di seguito verranno riportati due differenti modelli: il primo, in cui il manager è anche l'unico proprietario dell'impresa; il secondo, in cui il manager cede parte delle proprie azioni a investitori esterni.



Fonte: D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 78.

Nel grafico è rappresentata la curva di utilità del manager in assenza di imposte e debiti commerciali, che rappresenta il saggio marginale di sostituzione tra vantaggi pecuniari e benefit non pecuniari. dunque, in questo caso il punto di ottimo è D che rappresenta la combinazione che massimizza il valore dell'impresa e i benefit. Nel caso in cui il manager proprietario si finanziasse tramite equity e quindi cedesse una quota di partecipazione aumenterà il vincolo di bilancio a  $V_1P_1$  facendo scendere il punto di equilibrio a B. In corrispondenza di tale punto il valore dell'impresa subisce una perdita che coincide proprio con i costi di agenzia dell'equity.





Fonte: D. VENANZI, *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, cit., p. 80.

In questo grafico sono stati posti in atto controlli stringenti sul comportamento del manager da parte di investitori esterni.

Dunque, i costi di monitoraggio impongono un vincolo rappresentato dalla curva BCE. Il proprietario-manager è disposto ad accettare questi vincoli in quanto il valore finale  $V''$  è superiore a  $V'$ . Il proprietario-manager ricorrerà quindi all'emissione di equity finché i costi di agenzia, che sosterebbe cedendo quote partecipative e quindi sottoponendosi al controllo dei nuovi investitori, siano inferiori al beneficio derivante dall'impiego dei fondi ottenuti proprio attraverso l'emissione.

Quindi è possibile affermare che il ricorso al debito elimina in parte i costi di agenzia dell'equity e riduce la discrezionalità del management.

Tuttavia, anche l'indebitamento presenta costi di agenzia in quanto la presenza del debito può condizionare il manager e indurlo a intraprendere decisioni o troppo rischiose, in quanto i soldi che sta usando non sono di strettamente di sua proprietà (azzardo morale); oppure può lasciarsi sfuggire opportunità interessanti perché spaventato dai debiti che affliggono l'impresa e che ne mettono a rischio la solvibilità. Rientrano nei costi di agenzia del debito anche i costi di fallimento, ovvero quei costi già in precedenza menzionati, che derivano, in una situazione di insolvenza, dai rapporti tra impresa e stakeholders quali fornitori, clienti, addetti.

Dunque, ricorrere al debito risulterà conveniente finché l'incremento marginale dei profitti derivanti dagli investimenti finanziati dall'indebitamento sarà maggiore del

costo marginale di agenzia del debito, che, come detto, è inferiore al costo di agenzia dell'equity. (Jensen M. C., Meckling W. H. 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Management)

## 2.4 LIVELLO DI INDEBITAMENTO TARGET

Le teorie esposte rivelano la complessità e la vastità dell'argomento, il quale negli anni ha subito studi e teorizzazioni dando vita a un dibattito dottrinale, incentrato sulla ricerca del mix ideale tra le diverse fonti di finanziamento e sull'individuazione di un livello di indebitamento target cui le imprese tendono.

Partendo dalle proposizioni di Modigliani-Miller sull'inesistenza di una combinazione finanziaria ottimale, vennero aggiunte in seguito determinanti quali fattore fiscale e rischio di fallimento con teoria del trade off, che riuscì per prima ad individuare che per ogni diversa impresa è possibile trovare una struttura ottimale. In particolare, secondo la teoria le imprese con attività tangibili e un'elevata base imponibile dovrebbero tendere a un livello di indebitamento elevato mentre le imprese con attività intangibili e con una maggiore fonte di rischio trarrebbero vantaggio a finanziarsi con capitale proprio.

Inoltre, le considerazioni riguardanti l'asimmetria informativa hanno dato vita a filoni di ricerca incentrati sui segnali che trapelano dal comportamento del management in merito alle scelte sui finanziamenti tramite emissioni di azioni o obbligazioni. Le diverse reazioni del mercato alla governance delle imprese confermano la teoria dell'ordine di scelta, che elenca le preferenze, comuni ad ogni azienda, tra le diverse fonti di finanziamento.

Infine, è stata esposta un'ultima teoria, basata sulla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa e sui costi sostenuti per garantire una copertura del rischio derivante dal conflitto di interesse tra proprietari e manager. La teoria dell'agenzia, infatti, individua la struttura ottimale come risultante dalla composizione di debito ed equity che minimizzi i relativi costi di agenzia connessi.

Per quanto riguarda invece la dimensione dell'impresa, intesa come determinante per la scelta della composizione finanziaria ottimale, le diverse scuole di pensiero trattate forniscono diverse teorie a riguardo. La teoria del trade off, come la teoria dell'agenzia,

suggerisce che le imprese di grandi dimensioni debbano utilizzare soprattutto fonti di debito, in quanto giovano di una reputazione sul mercato che garantisce ridotti costi di agenzia del debito e inoltre facilita l'ottenimento di prestiti a bassi tassi di interesse dagli istituti di credito. La teoria dell'ordine di scelta o Pecking order theory invece interpreta la reputazione presso i mercati come un incentivo per le grandi imprese ad emettere capitale proprio, poiché risulta più difficile riscontrare i problemi di selezione avversa insiti nelle imprese di piccole dimensioni.

Dunque, è opportuno considerare che, tralasciando la prima teoria di Modigliani Miller, le teorie sulla struttura del capitale riconoscono la possibilità di individuare una combinazione ottimale tra debito e capitale proprio dell'impresa. Tuttavia, sebbene la struttura finanziaria ottimale sia legata alle variabili finanziarie, come il costo del debito e del capitale proprio, la gestione operativa e le variabili reali connesse ad essa svolgono un ruolo fondamentale per determinare l'efficienza di una struttura finanziaria.

## CAPITOLO 3 - CORREZIONE DELLO SQUILIBRIO FINANZIARIO TRAMITE LA REGOLAMENTAZIONE FISCALE

La predilezione verso l'indebitamento, indotta sia dalla deducibilità degli interessi passivi, sia dai fattori esposti dalle teorie analizzate nel precedente capitolo, può causare gravi inefficienze all'interno del sistema economico italiano. Il debito, come detto in precedenza, non rappresenta uno strumento conveniente e facilmente accessibile e, specie per quanto riguarda le PMI o le start up, accumulate da una fonte maggiore di rischio, può disincentivarne la nascita e la crescita pretendendo tassi di interesse insostenibili. Tuttavia, dal punto di vista macroeconomico l'indebitamento non reca squilibri al sistema, anzi è uno strumento fondamentale per rendere possibile lo sviluppo sociale ed economico dei cittadini, delle imprese e quindi dello Stato, in quanto consente, a chi non può permetterselo, di investire nello sviluppo della propria impresa accelerandone la produttività. Proprio per questi motivi sono stati introdotti nuovi incentivi, quali deducibilità degli interessi, al fine di rendere più conveniente l'indebitamento. Tuttavia, questi incentivi insieme ad altre distorsioni strettamente sociali che inducono a ricercare uno standard sempre più elevato di produzione e ricchezza, hanno sbilanciato le imprese e il sistema economico verso l'indebitamento. Ciò può innescare uno squilibrio strutturale tra le obbligazioni assunte dalle imprese e dai singoli e le pretese dei creditori, e dunque una situazione di sovraindebitamento. Per limitare il meccanismo appena descritto infatti sono stati introdotti istituti, come quello sulla "thin capitalization" e l'ACE, al fine di limitare la deducibilità degli interessi passivi e di rendere più conveniente, quindi anche in parte deducibile, l'utilizzo dell'equity.

### 3.1 THIN CAPITALIZATION

Il primo intervento, che merita di essere menzionato, eseguito con il fine di attenuare il ricorso al capitale di debito consiste l'introduzione della Dual Income Tax. Questa tipologia di tassazione è stata introdotta per ovviare ad un funzionamento del sistema fiscale italiano che disincentiva l'utilizzo dei propri utili come forma di finanziamento (autofinanziamento), e, di conseguenza, incentiva il ricorso al debito. Il sistema fiscale italiano, infatti, considerava gli interessi passivi deducibili per la società e soggetti a tassazione con aliquote cedolari in capo al percettore. Gli utili invece, erano considerati tassabili sia capo alla società sia in capo al percettore, determinando una doppia tassazione che ha reso il ricorso al debito di gran lunga preferibile. Dunque, con la Dual Income Tax (D.Lgs. n. 466/1997) il reddito di impresa era diviso in due parti: una parte sottoposta all'aliquota live, ovvero Irpeg del 19%; l'altra parte, che eccede tale soglia, tassata ordinariamente con l'aliquota Irpeg del 37%. Tuttavia, questa tipologia di tassazione duale, sebbene lo scopo fosse quello di rendere le forme di finanziamento neutrali, anzi indirizzate verso il capitale proprio, ha in realtà innescato ulteriori condotte elusive. Il decreto infatti è stato abrogato dall'art. 5 della l. 383/2001 e sostituito dall'Imposta sul Reddito delle Società IRES. Un altro intervento, successivo a livello temporale, implementato con il medesimo fine della Dual Income Tax, è quello previsto dall'articolo 98 del Tuir. L'istituto della thin capitalization è stato introdotto con il decreto legislativo n. 344 del 2003, al fine di ridimensionare l'eccessivo indebitamento delle aziende e limitare i comportamenti elusivi che mirano allo sfruttamento della sottocapitalizzazione. Per sottocapitalizzazione si intende la condizione in cui si trova un'impresa che non ha sufficiente capitale per soddisfare i propri obiettivi. Gli imprenditori più scaltri riescono a sfruttare questa condizione quando, dopo aver conseguito utili, indeducibili per chi li eroga, trasformano gli utili d'esercizio in interessi passivi e in altri proventi deducibili o comunque soggetti a una regolamentazione fiscale più vantaggiosa per l'azienda. In particolare, attraverso comportamenti elusivi è possibile trasformare i dividendi in interessi passivi per una società partecipata e attivi per i soci dell'impresa. In questo modo la società partecipata trae vantaggio dal risparmio fiscale ottenuto grazie alla deducibilità degli interessi passivi, rispetto alla corresponsione di dividendi indeducibili. I soci risparmiano per il ridotto ammontare dell'imposta sugli interessi attivi che percepiscono dalla partecipata rispetto all'imposta che avrebbero pagato sui

dividendi. Dunque, per evitare che si verifichi tale meccanismo, la norma dell'articolo 98 del Tuir prevede infatti che gli interessi passivi relativi a finanziamenti effettuati da un socio o da una sua parte correlata sono indeducibili se l'ammontare complessivo dei finanziamenti effettuati dai soci eccede di quattro volte la quota di patrimonio netto contabile. Tuttavia, la norma citata, risalente al 2003, è stata abolita dalla Legge Finanziaria 2008 con la riscrittura dell'articolo 96 del Tuir, a seguito del recepimento della direttiva Anti Tax Avoidance Package Directive (ATAD), che introduce un nuovo criterio di deducibilità. Quest'ultima propone un pacchetto di leggi che consentono agli stati membri di contrastare i comportamenti elusivi delle imprese e limitare la deduzione degli interessi passivi. La norma infatti consente agli Stati di tassare i profitti derivanti dallo spostamento degli utili in paesi a fiscalità ridotta e, inoltre, di formulare altre leggi antiabuso autonomamente. Infatti, con tale riscrittura viene superato il meccanismo di deducibilità degli interessi passivi, basato sul rapporto tra patrimonio netto e finanziamento effettuato da soci, con l'introduzione di un sistema che dipende invece dalla redditività lorda dell'impresa. Ovvero la norma, prevede che "gli interessi passivi siano deducibili in ciascun periodo di imposta fino a concorrenza dell'ammontare complessivo degli interessi attivi e dei proventi finanziari assimilati imponibili, riportati dai periodi di imposta precedenti" (articolo 96, comma 1, del Tuir). La deduzione, di cui si è ampiamente discusso nel capitolo precedente, avviene nel limite della somma del 30% del ROL dell'esercizio di competenza o anche dei periodi di imposta successivi. Tale riforma, tuttavia, ha disincentivato soltanto in maniera parziale il ricorso al debito e inoltre non ha contribuito significativamente al miglioramento della capitalizzazione delle imprese. Inoltre, a seguito dell'esito della disastrosa crisi finanziaria del 2008, l'organo legislativo si è mosso affinché il sistema produttivo sia incentivato e stimolato dalle condizioni fiscali, che dovrebbero quindi indurre all'utilizzo dei propri utili e del capitale proprio, rispetto all'utilizzo del debito, per evitare l'insorgenza di situazioni analoghe e quelle della crisi. Pertanto, con il decreto-legge n. 201/2011 è stato istituito l'Aiuto alla Crescita Economica al fine di agevolare la capitalizzazione delle imprese, migliorando l'efficienza della struttura patrimoniale e riducendo la pressione fiscale.

## 3.2 ACE

L'ACE è un'agevolazione fiscale introdotta in Italia nel 2011 per incentivare l'utilizzo del capitale proprio, fondamentale per riequilibrare le strutture finanziarie delle imprese e dunque, per far ripartire il sistema economico, sprofondato in una crisi che, soprattutto in quel periodo, vede l'utilizzo errato del debito come principale fautore. In particolare, l'ACE consiste nella detassazione di una parte degli incrementi del patrimonio netto, ovvero una deduzione di un importo che corrisponde al rendimento nozionale del capitale proprio. Dunque, una frazione degli incrementi netti di patrimonio, rispetto al patrimonio risultante dall'anno 2010, viene dedotta dalla base imponibile. Il cosiddetto rendimento nozionale del nuovo capitale proprio si determina mediante l'applicazione di un'aliquota fissata per il primo triennio al 3% all'incremento del capitale. Il terzo comma del decreto-legge 211 2011 designa il Ministero dell'economia e delle finanze per definire l'aliquota dal quarto anno in poi tenendo conto dei "rendimenti finanziari medi dei titoli obbligazionari pubblici, aumentabili di ulteriori tre punti percentuali a titolo di compensazione per il maggior rischio". Nel corso degli anni l'ACE ha poi subito diverse variazioni che hanno aumentato e diminuito la percentuale dell'aliquota: nel 2016 assistiamo ad un aumento dell'aliquota fino al 4,75%; nel 2017 una riduzione all'1,6%; nel 2018 l'aliquota arriva all'1,5%; infine dal 2019 in poi la percentuale di deducibilità da applicare all'incremento del capitale proprio è dell'1,3%. In seguito, il 25 maggio 2021 viene pubblicato il decreto Sostegni-bis che introduce un ACE innovativa valida soltanto per le variazioni in aumento del capitale proprio nel periodo di imposta 2021 per un importo massimo di 5 milioni. Dunque, l'aliquota ordinaria al 1,3% rimane per gli incrementi o decrementi pregressi, invece, sugli aumenti di capitale avvenuti solamente nell'esercizio 2021 è stata introdotto un rendimento ACE maggiorato del 15% . Inoltre, è possibile trasformare il bonus in credito di imposta godendo dell'agevolazione anticipatamente. Occorrerà inviare una comunicazione all'Agenzia delle Entrate che entro trenta giorni può riconoscere o negare il credito, il quale, se confermato, potrà essere poi utilizzato in compensazione, chiedendo rimborso nella dichiarazione dei redditi oppure cedendolo a terzi. I Paesi che hanno adottato l'ACE, seppur in forme e modalità differenti, sono Belgio, Cipro, Italia, Malta, Polonia e Portogallo. In Italia i beneficiari dell'agevolazione descritta al fine di sostenere una moltitudine di realtà imprenditoriali, sono sia le società di capitali, sia le società di

persona, sia le persone fisiche che esercitano attività di impresa, purché in contabilità ordinaria. Fino al 2015 vi era una differenziazione nel trattamento tra i soggetti IRES, quindi società di capitali, e soggetti IRPEF, quindi persone fisiche e società di persona. La differenziazione per i soggetti IRPEF consisteva nella deduzione basata sul rendimento nozionale dell'intero patrimonio netto alla fine di ogni esercizio. Ad oggi, in seguito Legge numero 232/2016, non vi sono differenze tra le diverse tipologie di soggetti giuridici e l'agevolazione, anche per i soggetti IRPEF, è commisurata alla differenza tra incrementi e decrementi del patrimonio. Inoltre, la stessa agevolazione è fruibile anche dagli enti commerciali e dalle stabili organizzazioni dei soggetti non residenti. Invece, in base a quanto prevede l'art. 73 comma 1, del Tuir sono esclusi "gli enti pubblici e privati diversi da società, i trust che hanno per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciale e gli organismi di investimento collettivo del risparmio". Inoltre, anche le società soggette alle procedure di fallimento o liquidazione coatta amministrativa e attività agricole che determinano il reddito ai sensi dell'articolo 32 Tuir sono escluse dall'agevolazione.

### 3.2.1 INCREMENTI E DECREMENTI DEL CAPITALE

L'entità del beneficio di cui gli imprenditori possono fruire si determina partendo dalla sommatoria delle variazioni in aumento e in diminuzione che hanno inciso sul capitale. Gli incrementi del capitale rilevanti ai fini dell'ACE sono i conferimenti in denaro versati dai soci, gli utili accantonati a riserva, esclusi quelli destinati a riserve non disponibili come gli accantonamenti alla riserva legale statutaria o straordinaria e le conversioni di obbligazioni convertibili in azioni. Inoltre, anche gli apporti che non incrementano il capitale possono rilevare, come versamenti a fondo perduto, purché non siano effettuati in natura ma solamente in denaro. In aggiunta, con una modifica dell'art. 5 comma 2 del 2017 vengono assimilati agli apporti in denaro le compensazioni dei crediti e la rinuncia al diritto alla risanazione del credito verso la società. Con il D.Lgs n. 139/2015 invece sono state fatte precisazioni che limitano la rilevanza ai fini dell'Ace. Infatti, non viene rilevato l'incremento di patrimonio netto dovuto alla contabilizzazione dei finanziamenti infruttiferi con il criterio del costo



ammortizzato<sup>1</sup> al fine di mantenere i prestiti non rilevanti nonostante vengano già in parte iscritti tra le riserve di patrimonio netto. Per quanto riguarda le variazioni in diminuzione del capitale invece si intendono le riduzioni di patrimonio netto dovute all'attribuzione di titoli denaro o natura verso i soci, gli acquisti di partecipazioni in società controllate o di rami aziendali o l'acquisizione di intere aziende. Inoltre, dal 2016 con l'obiettivo di stimolare la riduzione del ricorso a titoli di debito, e quindi la capitalizzazione, si riduce la base ACE per investimenti in titoli e valori mobiliari. "Per i soggetti diversi dalle banche e dalle imprese di assicurazione la variazione in aumento del capitale proprio non ha effetto fino a concorrenza dell'incremento delle consistenze dei titoli e valori mobiliari diversi dalle partecipazioni rispetto a quelli risultanti dal bilancio relativo all'esercizio in corso al 31 dicembre 2010" (art.6-bis). Ciò al fine di disincentivare l'utilizzo di capitale per acquistare valori mobiliari che non siano partecipazioni. Norma non valida, come specificato nell'articolo, per le banche, le holding e le imprese di assicurazione, poiché acquistare titoli e valori mobiliari sono attività tipiche per queste tipologie di imprese. Va poi considerato che, al fine di agevolare in modo significativo le imprese, gli incrementi e i decrementi di ogni periodo di imposta continuano ad essere rilevanti anche nei periodi successivi. Qualora il reddito imponibile sia pari a zero, l'applicazione dell'ACE formerà un'eccedenza utilizzabile negli esercizi successivi, senza alcun vincolo temporale, in cui il reddito imponibile sarà diverso da zero. Inoltre, le eccedenze possono essere trasferite sia al consolidato, qualora vi sia una tassazione di gruppo, sia ai singoli soci, riducendo però solo il reddito del socio e non il reddito complessivo netto dell'impresa. È necessario poi precisare che in generale l'utile o la perdita da considerare per la costituzione del reddito imponibile, e quindi successivamente per l'applicazione dell'ACE, sono determinati con un carico fiscale che chiaramente ancora non tiene conto dell'ACE. Altrimenti si rischia di applicare l'agevolazione due volte, in quanto il reddito imponibile, prima di essere agevolato,

---

<sup>1</sup> Il criterio del costo ammortizzato viene applicato a prestiti e finanziamenti di natura finanziaria, estinguibili sul medio o sul lungo periodo. Si tratta di un valore applicabile ai debiti nei quali il tasso d'interesse effettivo differisce dal tasso di interesse nominale.

sarebbe determinato dagli utili o dalle perdite, a loro volta influenzati dal carico fiscale che, come detto, verrebbe ridotto proprio dall'ACE.

### 3.2.2 DISPOSIZIONI ANTIELUSIVE

Proprio in quest'ottica, infatti, si muovono le modifiche sia con la legge n. 232 del 2016 (precedentemente citata) sia con la legge di bilancio 2017, delineando così, oltre agli scopi già espressi, l'obiettivo di evitare variazioni del capitale volte ad effettuare pratiche elusive sfruttando subdolamente l'agevolazione. Dunque, a fronte dei comportamenti elusivi effettuati dalle imprese, sono state introdotte modifiche quali quella prevista dal secondo comma dell'articolo 10 D.M. della modifica del 2017. La norma, infatti, nell'ambito dei conferimenti favore delle società di un gruppo, prevede una riduzione dell'aumento del capitale della società che effettua un conferimento in denaro per un importo che eguaglia i conferimenti eseguiti a favore delle altre società del gruppo. Dunque, viene rilevato solo l'apporto sulla società che riceve il conferimento mentre viene sterilizzato l'apporto della società che lo esegue. In questo modo si evita la casistica in cui mediante un solo conferimento il gruppo societario possa sfruttare l'effetto moltiplicativo della base ACE. Inoltre, nell'ambito dell'acquisto di partecipazioni in società controllate appartenenti al gruppo, il comma tre dell'art. 10 del 2017 si muove nella stessa ottica del comma precedente. Pertanto, l'obiettivo che si prefigge la norma è di evitare che i conferimenti effettuati dalle società per l'acquisto di partecipazioni diano alla società che cede la partecipazione, la liquidità necessaria a effettuare nuovi conferimenti e ad acquisire, tramite il medesimo meccanismo, altre partecipazioni dalle altre società del gruppo, determinando nuovamente un effetto moltiplicativo della base ACE. Dunque, in questo caso la riduzione della variazione del capitale proprio avviene in capo all'acquirente e non in capo a chi vende la partecipazione, evitando così di rilevare ai fini dell'ACE più volte lo stesso conferimento. Un'altra fattispecie elusiva, prevista dalla lettera c del comma 3 precedentemente citato, concerne i crediti da finanziamento nei confronti di società appartenenti allo stesso gruppo. L'obiettivo è il medesimo delle disposizioni precedenti applicato però all'ambito dei conferimenti relativi ai prestiti.

Dunque, si verifica un comportamento elusivo quando gli incrementi di capitale ottenuti mediante i suddetti conferimenti vengono utilizzati per concedere prestiti ad altre società appartenenti al gruppo, le quali a loro volta utilizzano il denaro ottenuto dal prestito per eseguire altri conferimenti anch'essi rilevabili ai fini ACE. In questo caso, per evitare una moltiplicazione degli incrementi di capitale rilevabili, viene sterilizzata la base ACE in capo alla società che effettua il prestito. Infine, il comma 4 del medesimo articolo mette in luce e sventa un'altra dinamica elusiva che può verificarsi tra società che effettuano conferimenti a soggetti residenti in stati non collaborativi. Innanzitutto, per stati collaborativi si intendono gli stati appartenenti alla white list (art. 6 D.Lgs. n. 239/1996), una lista di paesi tra cui vi è un adeguato scambio di informazioni. Tuttavia, al di là dell'adesione alla lista, ai fini ACE viene valutata rilevazione dei conferimenti effettuati da tutti i paesi che non consentono uno scambio informativo appropriato. Per i suddetti Stati il quinto comma afferma: "qualora l'indagine di cui al comma 4 abbia evidenziato la provenienza dei conferimenti in denaro da soggetti diversi da quelli domiciliati in Stati o territori che consentono un adeguato scambio di informazioni, la riduzione della variazione di capitale proprio di cui all'articolo 5 è ripartita proporzionalmente tra le società conferitarie del gruppo che hanno conseguito una base Ace positiva nel periodo di imposta" (comma 5 art. 10 D.M, 3 agosto 2017).

### 3.2.3 AGEVOLAZIONI PER CAPITALE PROPRIO E LIMITAZIONI ALLA DEDUCIBILITÀ DEGLI INTERESSI PASSIVI NEGLI ALTRI STATI MEMBRI

Come accennato in precedenza, oltre all'Italia, anche Belgio, Cipro, Malta, Polonia e Portogallo, hanno introdotto nel proprio ordinamento l'ACE al fine agevolare l'utilizzo del capitale proprio. Tuttavia, le modalità con cui ogni paese ha implementato l'agevolazione all'interno del proprio sistema fiscale presentano delle differenze.

In Belgio l'agevolazione denominata Notional interest deduction (Nid), introdotta nel 2006, presenta differenze sostanziali con l'ACE italiana. La prima riguarda l'entità del patrimonio su cui viene applicata la deduzione, che in Belgio comprende l'intero

patrimonio e non, come avviene in Italia, la sommatoria delle variazioni in aumento e in diminuzione rispetto al patrimonio dell'esercizio precedente. Inoltre, per calcolare l'importo deducibile viene utilizzato un tasso di interesse nozionale definito dalla media annua del rendimento del titolo di Stato belga decennale che negli anni, in particolare dal 2008, è diminuito notevolmente riducendo a sua volta la deduzione ammissibile. Un'altra differenza risiede nella rilevazione di incrementi di capitale proprio derivanti da acquisti sia di attività materiali sia di attività immateriali. Infine, le disposizioni antielusione sono meno ferree di quelle emesse dall'ACE italiana, specie per quanto riguarda le operazioni di prestito tra società appartenenti allo stesso gruppo. Le multinazionali, infatti, riescono a sfruttare l'agevolazione, trasferendo capitale rilevabile ai fini ACE alle società affiliate che successivamente possono prestarlo a società ubicate in altri paesi, abbassando così le aliquote effettive pagate dal gruppo. Tuttavia, nel corso degli anni sono state inserite una serie di disposizioni antiabuso volte proprio ad evitare l'ottenimento di doppie deduzioni. Inoltre, è stata inclusa una limitazione alla deducibilità della base imponibile per gli importi imponibili che superano un milione. Per questa casistica si può dedurre solo il 70%, il resto sarà tassato dall'aliquota. Nonostante le limitazioni introdotte si può affermare che l'agevolazione introdotta in Belgio disponga misure volte ad accelerare in modo significativo l'utilizzo del capitale proprio. (VIVES, *The Role of an Allowance for Corporate Equity for the Capital Structure and Employment in Multinational Enterprises*, 2016). Per quanto riguarda invece il capitale di debito e dunque la deduzione degli interessi passivi le disposizioni comunitarie dettate dall'ATAD vengono recepite nel 2019. Dunque, il Belgio ha introdotto limitazioni alla deduzione degli interessi passivi che vincolano l'importo deducibile al valore più alto tra il 30% dell'EBITDA (utili prima di interessi tasse svalutazioni e ammortamenti) o 3 milioni di euro. Limitazione quest'ultima meno ferrea di quella italiana che consente la deduzione soltanto nei limiti del 30% del ROL. (Transposition of ATAD GAAR in Belgium, Philippe Malherbe, 2020)

Per quanto riguarda la Polonia invece, l'agevolazione per l'utilizzo di capitale proprio, introdotta nel 2019, comporta anch'essa una deduzione dalla base imponibile delle imposte sul reddito delle società. Tuttavia, l'importo deducibile si calcola moltiplicando gli incrementi di capitale in un anno per il tasso di interesse di riferimento della Banca Nazionale di Polonia aumentato di un punto percentuale. Le

variazioni in aumento di capitale proprio non sono considerate ai fini dell'agevolazione se derivanti da versamenti effettuati per coprire le perdite di esercizio. Inoltre, se un'impresa usufruisce della deduzione non può distribuire gli utili o le riserve, acquisire altre società o fondersi con altre imprese per i successivi tre anni, altrimenti l'agevolazione non verrà concessa. In aggiunta la deduzione è sempre limitata ad un massimo di 250.000 PLN, ovvero circa 55 mila euro. Per quanto concerne la deducibilità degli interessi passivi, invece, la Polonia ha recepito la direttiva ATAD nel 2018. Anno in cui, infatti, è stata introdotta una limitazione alla deducibilità degli interessi passivi nel limite del 30% dell'EBITDA, anche se è prevista disapplicazione della limitazione qualora una società sia indebitata per un importo massimo di 3 milioni (Council of the European Union, Poland's notional interest deduction regime, 2019).

Meritano menzione, inoltre, le agevolazioni e le limitazioni introdotte a Cipro. La deduzione delle imposte sul reddito delle società dalla base imponibile, introdotta nel 2015, si calcola tramite il prodotto tra gli incrementi di equity in un anno e il tasso di interesse di riferimento a scadenza decennale dei titoli del debito pubblico aumentato di cinque punti percentuali. Tuttavia, la deduzione consentita non può superare l'80% della base imponibile e, qualora superi tale soglia, non può essere riportata in periodi di imposta successivi. Inoltre, l'agevolazione, al contrario di quanto avviene in Italia, rileva, oltre ai conferimenti in denaro, anche i conferimenti in natura, sebbene escluda gli incrementi dovuti alle rivalutazioni in bilancio di beni immobili o mobili. Per quanto riguarda invece le limitazioni alla deducibilità degli interessi passivi, recepita nel 2019, il limite posto rimane il 30% dell'EBITDA ed anche in questo caso è prevista una soglia di 3 milioni di indebitamento entro la quale non si applica tale limitazione. Tuttavia, al contrario di quanto avviene per il capitale proprio, gli interessi passivi non dedotti durante l'esercizio possono essere riportati nei periodi d'imposta successivi e dedotti nei limiti del 30% dell'EBITDA per i cinque anni successivi. Sono esclusi dall'applicazione di tale limitazione gli interessi che derivano da prestiti finalizzati alla realizzazione di progetti infrastrutturali di lungo periodo. Inoltre, è prevista la grandfathering rule, una clausola che allunga periodo di recepimento della direttiva e ne rimanda l'applicazione, per i finanziamenti erogati e conclusi prima del 17 giugno 2016 (Deloitte, Notional Interest Deduction).

Per quanto riguarda Malta, per ridurre il divario nel trattamento fiscale del capitale di rischio e di debito viene introdotta nel 2018 un'agevolazione volta a dedurre il prodotto tra incremento del capitale proprio e un tasso di interesse nozionale pari al tasso di interesse dei bond pubblici maltesi ventennali maggiorati di un premio di cinque punti percentuali. L'importo è considerato deducibile fino al 90% della base imponibile con la possibilità, qualora questa soglia venga superata, di riportare gli incrementi non dedotti nell'esercizio successivo. Inoltre, per incrementi di capitale si intendono solamente gli aumenti relativi a riserve e finanziamenti a tasso zero. La deduzione del capitale di debito viene invece limitata, come nei casi precedenti, al 30% dell'EBITDA con la possibilità di riportare gli interessi passivi non dedotti nei cinque esercizi successivi. Anche in questo caso vi è la disapplicazione della norma qualora l'indebitamento rientri nella soglia dei 3 milioni di euro, ed anche nel caso in cui le imprese non facciano parte di un gruppo societario. Come per Cipro è prevista la clausola di Grandfathering per i finanziamenti erogati prima di Giugno 2016, e la deroga al limite per i finanziamenti finalizzati a progetti infrastrutturali di lungo termine. (Council of the European Union, Malta's notional interest deduction regime, 2018)

Infine, l'unico altro Stato ad aver introdotto delle misure per equilibrare l'utilizzo del debito e dell'equity è il Portogallo. In merito agli incentivi alla capitalizzazione delle imprese in Portogallo è stata introdotta una normativa che prevede una deduzione del 7% dei crediti o dei profitti dell'esercizio fino ad un massimo di 2 milioni di euro. Al contrario degli Stati precedenti non vi è una soglia di deducibilità espressa come percentuale della base imponibile che limita la deduzione. Inoltre, quest'ultima viene effettuata nel periodo fiscale in cui si realizzano le entrate e nei cinque periodi di imposta successivi. Per quanto riguarda invece la deducibilità degli interessi passivi l'ordinamento portoghese prevede una deduzione degli interessi fino al valore più alto tra un milione di euro e il 30% degli utili lordi comprensivi di svalutazione, ammortamento, tasse e spese finanziarie nette. Inoltre, non viene fatta alcuna distinzione tra finanziamenti effettuati tramite le banche oppure infragruppo e tra finanziamenti domestici oppure stranieri, al contrario di quanto avviene in Italia, in cui le norme antielusive monitorano situazioni analoghe. (Council of the European Union, Portugal's notional interest deduction regime, 2018)

Dunque, le agevolazioni per l'utilizzo dell'equity, italiane ed estere, rappresentano il primo passo verso la neutralità fiscale nelle scelte di finanziamento e verso un miglioramento della capitalizzazione delle imprese. In questo senso l'ACE presenta elementi di novità rispetto a quanto previsto dall'istituto della thin capitalization, il cui scopo risiede nella limitazione della deducibilità degli interessi passivi, senza però stimolare l'utilizzo del capitale proprio. Inoltre, l'agevolazione, come analizzato nell'ultimo paragrafo, si prefigge un altro obiettivo fondamentale, ovvero contrastare i comportamenti elusivi da parte degli imprenditori, mirati allo sfruttamento dell'agevolazione stessa per ridurre il più possibile il carico fiscale. Tuttavia, nonostante l'entusiasmo ed il successo iniziale, il percorso intrapreso dall'ACE non ha trovato pieno compimento in quanto l'ordinamento italiano rimane comunque improntato sulla deducibilità degli interessi passivi e su un'imposizione fiscale gravosa verso gli utili. Questi ultimi, come precedentemente detto, sono soggetti ad una tassazione sia in capo alla società sia in capo al socio. Nel prossimo paragrafo si analizzerà una proposta di intervento significativa nell'ambito degli incentivi all'utilizzo dell'equity chiamata Debt-Equity Bias Reduction Allowance (DEBRA), proposta in una direttiva della Commissione europea, prevista in vigore, qualora venga accettata, solo nel 2024.

### 3.3 DEBRA

La Commissione europea ha annunciato la proposta DEBRA durante la pandemia di COVID-19 il 18 maggio 2021. Secondo le stime della Commissione europea, la pandemia globale ha portato a un incremento significativo dei disavanzi e del finanziamento tramite debito in Europa. Infatti "l'indebitamento totale delle società non finanziarie dell'UE ammontava a quasi 14900 miliardi di € nel 2020, pari al 111% del PIL" (Commissione europea, Comunicato stampa, 11 maggio 2022). Dunque, alla luce dei numeri allarmanti riportati, la Commissione con la proposta DEBRA ha assunto l'onere di sostenere la ripresa economica dell'Europa affrontando le asimmetrie fiscali tra debito ed equity. La proposta inoltre risulta in linea con la visione a lungo termine dell'UE il cui obiettivo risiede nella creazione di un sistema

imprenditoriale e fiscale equo, efficaci e sostenibile. Pertanto, segue anche il piano di azione dell'UE per l'unione dei mercati dei capitali, che mira a soddisfare l'esigenza di capitali delle imprese in questo particolare momento di crisi e a promuovere la sostenibilità e la digitalizzazione dell'economia europea. Inoltre, come esplicitato nella direttiva, rispetta i principi di sussidiarietà<sup>2</sup> e proporzionalità<sup>3</sup> sanciti nell'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea. Infatti, l'intervento oggetto della proposta è fondamentale per evitare potenziali divergenze tra le iniziative intraprese dai singoli Stati, garantendo coordinazione ed efficienza nell'allocazione delle imprese e degli investimenti. In aggiunta l'azione promossa risulta proporzionale agli obiettivi prefissati in quanto garantirebbe un livello minimo essenziale di protezione per il mercato interno senza gravare sui contribuenti.

### 3.3.1 STORIA E FUNZIONAMENTO

La proposta è rivolta a tutti coloro che, all'interno del proprio Stato, sono soggetti all'imposta sul reddito delle società, comprese le società e le stabili organizzazioni con redditi in diversi stati membri. Sono escluse invece dall'ambito di applicazione di DEBRA le imprese finanziarie soggette a vincoli di capitale che impediscono la sottocapitalizzazione. Il contenuto della proposta si fonda sulla deduzione di un'indennità sul capitale proprio dalla base imponibile. Tuttavia, prima di giungere alla versione definitiva del DEBRA la Commissione ha analizzato e valutato l'impatto di cinque diverse opzioni. La prima opzione si concentra sull'introduzione dell'agevolazione del capitale delle imprese senza vincoli temporali; l'opzione 2 introdurrebbe un'agevolazione solo per il nuovo capitale e sarebbe rilegata ad un periodo di dieci anni; la terza opzione avrebbe previsto un'agevolazione tramite deduzione degli interessi nozionali uguale sia per capitale proprio sia per capitale di debito escludendo però l'attuale deducibilità degli interessi passivi; l'opzione 4 si concentra invece sull'esclusione totale della deducibilità degli interessi passivi allineando il trattamento fiscale del debito e dell'equity; infine, la quinta opzione, quella accolta, combina l'agevolazione per il nuovo capitale per dieci anni e una limitazione parziale della deducibilità degli interessi passivi. La scelta è ricaduta sulla

---

<sup>2</sup> Il principio per cui l'Unione Europea non interviene, se non nei settori di sua esclusiva competenza a meno che la sua azione non sia considerata più efficace di quella intrapresa a livello nazionale regionale o locale

<sup>3</sup> Il principio per cui l'azione dell'UE deve essere proporzionale alla finalità perseguita



quinta opzione in quanto contrasta la distorsione nei finanziamenti, eseguiti prevalentemente tramite debito, e agevola l'utilizzo del capitale proprio, equilibrando i bilanci delle imprese, ed impattando positivamente sugli investimenti e sul PIL. Nello specifico l'agevolazione all'utilizzo dell'equity risiede nella deducibilità di una parte di capitale dalla base imponibile. L'importo considerato deducibile ai fini della proposta si calcola attraverso il prodotto tra la variazione di patrimonio netto e il tasso di interesse nozionale (NIR). La variazione di patrimonio netto è data dalla differenza tra l'ammontare di patrimonio netto d'esercizio e l'ammontare dell'esercizio precedente, importo a cui si sottrae anche la somma del valore fiscale delle partecipazioni delle imprese associate. Quest'ultima sottrazione dalla base, su cui successivamente è calcolata la deduzione, risulta fondamentale per evitare comportamenti elusivi nella concessione di finanziamenti tra le imprese dello stesso gruppo societario. Il tasso di interesse nozionale invece è commisurato al tasso di interesse privo di rischio decennale aumentato di un premio di rischio dell'1% o, nel caso di una PMI, dell'1,5%. Tuttavia, la deducibilità dell'importo che risulta dal calcolo precedente, è sottoposta a delle limitazioni. Infatti, la quota di patrimonio netto deducibile dalla base imponibile ai fini dell'imposta sul reddito delle società non può superare il 30% del risultato economico prima del calcolo di interessi, imposte e ammortamenti. Qualora l'indennità superi questa soglia, l'importo potrà essere dedotto entro i cinque periodi di imposta successivi. Invece l'importo deducibile che supera il reddito netto del contribuente può essere riportato negli esercizi senza vincoli temporali. Inoltre, il DEBRA, oltre all'incentivo offerto al fine di incoraggiare l'utilizzo del capitale proprio, mira a disincentivare l'utilizzo del debito. Infatti, introduce una restrizione sulla deducibilità degli interessi pari all'85% degli oneri finanziari eccedenti, ovvero degli interessi che risultano dalla differenza fra interessi attivi e passivi. Dunque, il 15% degli interessi eccedenti non sarà deducibile dalla base imponibile del contribuente. È importante sottolineare che la limitazione non esclude la direttiva comunitaria previgente, ovvero l'ATAD 1 del 2016, già menzionata nei paragrafi precedenti. Il DEBRA, infatti, non sostituisce l'ATAD 1 nella misura in cui se la deducibilità prevista dalle due norme risulta differente, (ad esempio l'ATAD 1 rende deducibile una parte inferiore di interessi dalla base imponibile rispetto al DEBRA, o viceversa), la quota deducibile corrisponderà all'importo minore tra i due e la parte che risulta dalla differenza delle due deduzioni si potrà riportare negli esercizi successivi o precedenti. Il motivo per cui il DEBRA non sostituisce l'ATAD 1 risiede

nella diversità degli obiettivi previsti che ne rende impossibile l'esclusione: il primo intervento citato infatti ha lo scopo rendere neutrale le scelte di finanziamento; l'ATAD 1 si limita a contrastare i comportamenti elusivi dell'impresa (Commissione europea, detrazione fiscale per attenuare la tendenza all'indebitamento, 13 maggio 2022).

### 3.3.2 DISPOSIZIONI ANTIELUSIVE

Tuttavia, anche il DEBRA, per evitare un utilizzo improprio della deduzione di capitale, prevede alcune norme antiabuso. Nello specifico, la prima norma si concentra sugli incrementi del patrimonio netto, pertanto si accerta che gli importi che determinano un aumento del capitale proprio non derivino da una concessione di prestiti tra imprese associate, da trasferimenti di partecipazione tra imprese associate, e infine da conferimenti effettuati da un soggetto residente fiscalmente in una giurisdizione che non effettua scambi di informazioni con lo Stato membro in cui il contribuente intende utilizzare l'agevolazione. Un'altra norma contro i comportamenti elusivi indica le condizioni per valutare correttamente un incremento di capitale derivante da conferimenti in natura. La proposta prevede che il valore del bene conferito sia rilevabile ai fini DEBRA solo se il bene risulta necessario per lo svolgimento dell'attività che genera il reddito del contribuente. Infine, il DEBRA prevede che un incremento di capitale proprio non verrà preso in considerazione dalla proposta, pertanto sarà ineducibile, qualora sia effettuato con capitale già esistente all'interno di una società o di un gruppo societario, e dunque provenga dalla riorganizzazione della società o del gruppo. Chiaramente le norme antielusive non saranno applicate, e quindi gli incrementi verranno considerati, qualora il contribuente riesca a fornire prove sufficienti sulla conformità della operazione effettuata, garantendo l'impossibilità di una doppia deduzione. (Commissione europea, detrazione fiscale per attenuare la tendenza all'indebitamento, 13 maggio 2022).

### 3.3.3 DEBRA ED ACE

Bisogna considerare inoltre che il Debra, al contrario di quanto detto per l'ATAD, rappresenta una proposta che sostituirebbe completamente l'ACE. Di conseguenza, per le gli Stati precedentemente citati che hanno adottato l'agevolazione, è prevista la clausola di Grandfathering, ovvero la possibilità di rimandare l'applicazione della proposta di dieci anni, così che le imprese abbiano un congruo periodo di tempo per abituarsi alla nuova proposta. Dunque, le imprese che già regolano la deduzione di capitale proprio e la deduzione degli interessi passivi tramite l'ACE, potranno continuare ad utilizzare la propria regolamentazione e rimandare di dieci anni l'applicazione del DEBRA. Inoltre, le iniziative menzionate rientrano nella stessa visione di un altro progetto, il cui obiettivo è quello di fornire un unico regolamento sull'imposta delle società per tutti gli stati membri prevedendo una base imponibile comune al fine di equilibrare il carico fiscale e la ripartizione dei diritti all'interno dell'UE. Il piano è denominato Business in Europe: Framework for Income Taxation (BEFIT), di cui è prevista l'applicazione entro 2023. Il susseguirsi di questi progetti, sebbene ognuno sia ben strutturato e volto al raggiungimento di obiettivi significativi per la ripresa economica, d'altra parte potrebbe destare inefficienze per la difficoltà oggettiva, sia per lo Stato sia per le imprese, di adattarsi a diverse modifiche in ambito fiscale. Situazione che, per le imprese che già utilizzano l'ACE, si potrebbe riscontrare anche solo con l'introduzione del DEBRA. Negli stati sopra menzionati in cui è stato introdotto l'ACE, infatti, per dieci anni (tempo di recepimento del DEBRA per le imprese che utilizzano l'ACE) l'Agenzia delle Entrate potrebbe dover eseguire controlli e concedere o negare deduzioni a imprese che utilizzano diverse disposizioni, chi l'ACE chi il DEBRA, per agevolare l'utilizzo del capitale proprio. Dunque, sebbene il DEBRA consenta una deduzione più elevata, potrebbe complicare l'ottenimento delle agevolazioni all'utilizzo di capitale proprio, specie per gli stati che utilizzano già altre modalità di deduzione dell'equity. Inoltre, come detto, al fine di contrastare gli effetti devastanti della pandemia, dal 2021 è stata aumentata l'aliquota dell'ACE dall'1,3% fino al 15%, consentendo deduzioni più alte di quelle previste dal DEBRA. Tuttavia, la cosiddetta SuperACE potrebbe essere limitata all'imminente periodo di grave crisi che ha avvolto le imprese italiane, particolarmente danneggiate dal Covid 19. Crisi dalla quale le imprese del nostro Paese, grazie ad interventi come quello appena citato, sono riemerse o comunque tornate a regolari livelli di stabilità. Infatti, secondo i dati Istat "oltre l'80% delle imprese, che rappresentano più del 90%

del valore aggiunto, prevedono di trovarsi in una situazione di completa (41,3%) o parziale (39,5%) solidità entro la prima metà del 2022. Poco più del 3% si giudica invece gravemente a rischi". Inoltre, lo stesso report mette in luce un altro dato significativo che testimonia il successo degli interventi effettuati. Le imprese che non hanno avuto bisogno di ricorrere a strumenti di finanziamento sono aumentate in un anno dal 29,8% al 49,8% (Istat, situazione e prospettive delle imprese dopo l'emergenza sanitaria covid-19, 4 febbraio 2022). Il DEBRA quindi in Italia si andrebbe ad inserire in un contesto già regolamentato, inducendo le imprese a modificare le modalità per ottenere la deduzione del capitale. Tuttavia, l'iniziativa agisce a livello europeo, di conseguenza garantirebbe condizioni di parità nel trattamento fiscale in tutti gli Stati membri e, in particolar modo, aiuterebbe in modo significativo i paesi che non hanno ancora introdotto misure volte ad agevolare il trattamento del capitale. Come citato in precedenza, infatti in Europa sono solamente sei gli Stati che prevedono norme volte ad incentivare l'utilizzo dell'equity; dunque, l'iniziativa ridurrebbe il costo del capitale nella stragrande maggioranza dei Paesi europei. Il piano, che una volta approvato sarà recepito da tutti gli Stati membri, potrebbe aiutare ogni impresa europea ad accedere al mercato del capitale, incentivando le imprese giovani ed innovative ad investire. In questo modo, si ridurrebbe significativamente il ricorso al debito, garantendo maggiore stabilità nel mercato europeo dei finanziamenti e, dunque, rendendo le imprese europee solide e resilienti alle crisi economiche e finanziarie. Tuttavia, come specificato, il DEBRA ad oggi rimane solo una proposta, che per diventare legge, richiede l'unanimità dei 27 Stati membri dell'UE. Se ciò accadesse, la proposta dovrebbe essere recepita dall'ordinamento nazionale entro il 31 dicembre 2023 per poi entrare in vigore a partire dal 1° gennaio 2024. Vi sono però buoni presupposti o comunque pareri a sostegno del DEBRA. Un esempio è quello fornito dal Commissario per l'Economia Paolo Gentiloni: *"In questi tempi bui e incerti dobbiamo agire non solo per aiutare le nostre imprese a far fronte alle sfide immediate, ma anche per sostenerne lo sviluppo futuro. Oggi abbiamo adottato misure per rendere i vantaggi fiscali del capitale proprio paragonabili a quelli del debito per le imprese che intendono raccogliere capitale. Vogliamo stimolare la ripresa delle start-up e delle PMI innovative in tutta l'UE. Questa soluzione armonizzata alla distorsione a favore del debito renderà il contesto imprenditoriale europeo più prevedibile e competitivo, promuovendo lo sviluppo dell'Unione dei mercati dei*

*capitali. La nostra proposta aiuterà le imprese a costituire capitali più solidi, rendendole meno vulnerabili e più propense a investire e ad assumere rischi. E questa sarà una buona notizia per l'occupazione e la crescita in Europa."* (Commissione Europea, Comunicato stampa, 11 maggio 2022).

## CONCLUSIONI

L'approfondimento dei diversi temi affrontati in questa tesi di laurea pone in evidenza la complessità dell'argomento sia per quanto riguarda le scelte delle imprese nel determinare una struttura finanziaria ottimale, sia nella definizione di una regolamentazione fiscale che garantisca solidità e stabilità economica per le imprese e per lo Stato. Proprio partendo da questi spunti, nel primo capitolo, viene svolta un'analisi generale del sistema imprenditoriale italiano e della regolamentazione fiscale che lo contraddistingue. Le dinamiche poste in enfasi riguardano gli aspetti critici che caratterizzano e deteriorano l'industria italiana. Nello specifico, l'importanza e allo stesso tempo la difficoltà in cui tergiversano le PMI rappresenta un tema di analisi che parte dal primo capitolo, in cui si tratta del peso fiscale gravante su di esse, e continua nei capitoli successivi, in cui l'analisi verte sulla capitalizzazione, o meglio, sottocapitalizzazione delle PMI italiane. Per sottocapitalizzazione si intende la situazione in cui il perseguimento ottimale degli obiettivi aziendali viene ostacolato dalla carenza di capitale proprio. Situazione in cui si rispecchiano le imprese italiane, ed in particolar modo le PMI, ma anche le imprese estere. In Italia la tendenza quasi culturale al ricorso al debito e le agevolazioni fiscali come la deduzione degli interessi passivi hanno negli anni incoraggiato l'utilizzo del debito, esponendo le imprese a situazioni di sovraindebitamento e quindi al rischio di insolvenza. Risulta evidente che tale situazione, estesa su scala nazionale o perfino globale, desta difficoltà non trascurabili a livello macroeconomico, considerando che le crisi economiche e finanziarie precedenti, in particolare quella del 2008, rilevano come principale causa proprio l'utilizzo errato del debito. Per giunta, un maggiore utilizzo di equity potrebbe generare vantaggi significativi per la solidità e la crescita delle imprese e quindi per il benessere dello Stato. All'interno del testo viene riportato uno studio, infatti, condotto dalla società di consulenza PricewaterhouseCoopers, che dimostra come la crescita del

PIL di una nazione sia commisurato all'utilizzo dell'equity. Tuttavia, come detto in precedenza, ancora oggi permane la tendenza ad utilizzare strumenti di debito. Tale propensione si spiega non solo attraverso l'introduzione di agevolazioni fiscali, ma anche, soprattutto in Italia, grazie ad una cultura imprenditoriale fondata prevalentemente sulla dipendenza dai rapporti bancari. Dipendenza che ha rallentato l'implementazione di nuovi strumenti presenti sui mercati finanziari, cui le imprese italiane, soprattutto le PMI, ricorrono con poca frequenza. Trovare un modo per facilitare l'accesso ai mercati o a fonti di finanziamento esterne, quali venture capital o crowdfunding, garantirebbe alle imprese, specie se ideate al fine di innovare, di reperire capitale a sufficienza per finanziarsi senza utilizzare strumenti di debito. Sono molteplici, infatti, gli interventi attuati con tale fine, fondamentali sia per risanare il sistema economico e finanziario dalla crisi del 2008, sia per far riemergere l'economia a seguito della crisi pandemica. La tesi si concentra sugli interventi in ambito nazionale e comunitario volti ad incentivare l'utilizzo dell'equity per equilibrare la struttura finanziaria delle imprese. Nello specifico in Italia con il recepimento della direttiva europea ATAD viene limitata la deducibilità degli interessi passivi in modo da indurre le imprese a utilizzare meno debito. Le imprese, infatti, traendo meno benefici dall'effetto leva dell'indebitamento, sono indotte a reperire capitale attraverso incrementi di capitale proprio. Allo stesso scopo, anche se con modalità differenti, viene introdotto l'ACE, un'agevolazione che, invece di agire sulla deducibilità degli interessi passivi, consente una deduzione di una percentuale degli incrementi di equity. L'introduzione di tale riforma, d'altra parte, ha offerto l'opportunità ad alcuni gruppi societari, attraverso comportamenti elusivi, di dedurre un importo maggiore rispetto a quanto stabilito dalla norma. Comportamenti tuttavia attenuati dalle successive modificazioni dell'ACE che dispongono norme antielusive per garantire un regolare utilizzo dell'agevolazione. Inoltre, l'importanza di un incentivo all'utilizzo del capitale proprio risulta evidente se si considera che anche in altri paesi sono state introdotte proposte simili a quella vigente in Italia per indurre le imprese ad utilizzare il ricorso al debito in misura minore. Viene dunque effettuato un confronto con le agevolazioni introdotte negli altri paesi europei, dal quale emerge che alcuni stati, come Belgio e Cipro, consentono deduzioni per importi spesso maggiori rispetto all'Italia: in Belgio la percentuale di deducibilità non si applica solo agli incrementi di capitale proprio, bensì all'ammontare complessivo di equity; a Cipro invece vengono rilevati non solo i conferimenti in denaro ma anche quelli in natura. Un'ulteriore ed attuale riforma che

viene analizzata in questa sede, e che negli obiettivi e nelle modalità risulta facilmente comparabile all'ACE, è la proposta DEBRA. Tuttavia, il campo di applicazione delle due norme rappresenta un elemento cruciale di differenziazione. Il DEBRA infatti, al contrario di quanto visto per l'ACE, una volta approvato sarebbe recepito da tutta l'Europa in modo da unificare la regolamentazione fiscale nell'ambito delle fonti di finanziamento, che, come precedentemente detto, ad oggi risulta diversa per ogni Stato. Inoltre, il DEBRA, rispetto al sistema vigente, prevede maggiori deduzioni di capitale se si considera l'ACE al 1,3%. Discorso non valido chiaramente se si fa riferimento all'ACE del 15%, aumentata fino a tale soglia per far ripartire le imprese colpite dalla crisi pandemica. In aggiunta va considerato che la direttiva, oltre alle disposizioni antielusive previste anche dall'ACE, prevede anche una limitazione alla deducibilità degli interessi passivi. Tale limitazione, tuttavia, non comporta la disapplicazione dell'ATAD, recepita in Italia dall' art. 98 del TUIR, prevedendo quindi un affiancamento tra le due direttive che regolerebbero in modi diversi lo stesso meccanismo. Sostituire una regolamentazione, come avverrebbe per l'ACE qualora venisse approvato il debba, implica sicuramente difficoltà di adattamento sia per le imprese sia per le Agenzie delle entrate, causando probabilmente inefficienze nell'ottenimento e nel controllo dell'agevolazione. Tuttavia, l'idea di una regolamentazione uguale per tutti gli stati membri potrebbe essere risolutiva sia per incentivare la crescita dell'Europa, sia per porre fine ad alcuni meccanismi di elusione che avvengono tra imprese affiliate con sede in diversi Stati. Il DEBRA, dunque, entrerebbe in vigore nel 2024 con l'obiettivo di riequilibrare la distorsione del debito presente in tutta Europa e creare un sistema imprenditoriale robusto, equo e sostenibile. Inoltre, le disposizioni emanate potrebbero essere affini con le esigenze del sistema imprenditoriale italiano, in quanto per le PMI, prevalenti nel nostro tessuto imprenditoriale, è prevista una percentuale di deducibilità di equity superiore rispetto alle altre imprese. Dunque, l'Italia potrà trarre dei vantaggi significativi dall'applicazione della proposta. Quest'ultima, infatti, potrà consentire di distaccarsi da un sistema imprenditoriale basato prevalentemente sul ricorso al debito e, nello specifico, sulla dipendenza dai finanziamenti bancari, aiutando in parallelo le imprese, soprattutto se di piccole e medie dimensioni, a crescere ed innovare.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Ciccarelli C., Fenoaltea S., Banca d'Italia, *Quaderni di Storia Economica* (2010)  
[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2010-0004/Quaderno\\_storia\\_economica\\_4.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2010-0004/Quaderno_storia_economica_4.pdf)
- Resilienza e PMI, Deloitte Blog, Ernesto Lanzillo. "Deloitte Italia, [www2.deloitte.com](http://www2.deloitte.com), 28 July 2020,  
<https://www2.deloitte.com/it/it/blog/italy/2020/resilienza-e-pmi---ernesto-lanzillo.html>.
- Ciccarelli C., Fenoaltea S., Banca d'Italia, *Quaderni di Storia Economica* (2010)  
[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2010-0004/Quaderno\\_storia\\_economica\\_4.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2010-0004/Quaderno_storia_economica_4.pdf)
- Domenichelli O. (2012), "A review of the main determinants of capital structure of smaller firms and an empirical investigation on a sample of small Italian firms", *Rivista Piccola Impresa/Small Business* - n. 1, pp.23-40.
- Di Majo A., Paziienza M.G., Triberti B. (2005), "Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano", Working Paper n. 7/2005.
- Licini G., Tasse, il cuneo fiscale in Italia è il quinto più alto tra i Paesi Ocse: 46,5% nel 2021, *Il Sole 24 ORE* (24/5/2022) [<https://www.ilsole24ore.com/art/il-cuneo-fiscale-italia-e-quinto-piu-alto-i-paesi-ocse-465per cento-2021-AE1KeyaB>],
- Sesto M., Cuneo fiscale, ecco a che punto siamo con il taglio alle tasse sul lavoro - *Il Sole 24 ORE* (25/5/2022) [<https://www.ilsole24ore.com/art/cuneo-fiscale-ecco-che-punto-siamo-il-taglio-tasse-lavoro-AEb3RDbB>],
- Di Nardo T, *Analisi della pressione fiscale in Italia* (12/10/2020)
- Taccone, A., *La tassazione del reddito delle PMI rispetto alle grandi imprese - Diritto Mercato Tecnologia* (18/6/2012) [<https://www.dimt.it/la-rivista/mercato-concorrenza-e-regolazione/10la-tassazione-del-reddito-delle-pmi-rispetto-alle-grandi-imprese/>],
- Ufficio Studi CGIA, *La pressione fiscale sui contribuenti onesti e' al 48 %* (6/7/2019) [<http://www.cgiamestre.com/wp-content/uploads/2019/07/PRESSIONE-FISCALE-REALE-03.07.2019.pdf>]
- Cottone, N., *Coronavirus, Istat: 73mila imprese chiuse, 17mila non riapriranno. Riduzione delle attività per due terzi delle aziende* - *Il Sole 24 ORE* (14/12/2020) [<https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-istat-73mila-imprese-chiuse-17mila-non-riapriranno-riduzione-attivita-due-terzi-aziende-ADRcPC8>],
- Le PMI Resistono Alla Crisi Causata Dal Covid | Cerved Research* (25/5/2022) [<https://research.cerved.com/rapporti/osservitalia-2021-le-pmi-resistono-alla-crisi-causata-dal-covid/>],
- Dragonetti, A. – Piacentini, V., *Manuale di fiscalità internazionale*  
[<https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=chB0EAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT127&dq=+ocse+pillar+2&ots=Qw01yKhJDF&sig=Xqnlj06s8V7tSnMU0P871MjIe6U#v=onepage&q=ocse%20pillar%202&f=false>],
- Quattrocchi B., Boria, P. (2020) *Ricerca e sviluppo, quali fattori di crescita e di promozione per le imprese*  
[https://iris.uniroma1.it/retrieve/handle/11573/1423665/1512573/Boria\\_Ricerca-innovazione\\_2020.pdf](https://iris.uniroma1.it/retrieve/handle/11573/1423665/1512573/Boria_Ricerca-innovazione_2020.pdf)
- Azzollini, V., *Quanto pesa il fisco sulle piccole imprese* (26/11/2015) [<https://www.lavoce.info/archives/38601/quanto-pesa-il-fisco-sulle-piccole-medie-imprese/>]
- Ministero dello sviluppo economico, *Startup e PMI innovative, in crescita primo trimestre 2022* (24/06/2022)  
<https://www.mise.gov.it/index.php/it/notizie-stampa/startup-e-pmi-innovative-in-crescita-primo-trimestre-2022>



Modigliani F., Miller, M. H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Junio, Vol. 68, No. 3, pp. 261–297.

Clementi, L., Pagano, M., Modigliani e la teoria della finanza - *Lavoce.info* (25/10/2003) [<https://www.lavoce.info/archives/22038/modigliani-e-la-teoria-della-finanza/>],

Fatica, S., Hemmelgarn, T. – Nicodème, G. – Thomas Hemmelgarn, Gaëtan Nicodème, S. F., *The Debt-Equity Tax Bias: Consequences and Solutions* (28/3/2013) [<https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2013-1-page-5.htm>],

Martinez, A. G., *The Impact of the Tax Benefits of Debt in the Capital Structure of Firms and the Stability of the Financial System* | *Oxford Law Faculty* (30/3/2017) [<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/03/impact-tax-benefits-debt-capital-structure-firms-and-stability>],

Università degli studi di Palermo, *Struttura finanziaria delle pmi italiane prima e dopo la crisi: prospettive teoriche ed evidenze empiriche*.

<https://iris.unipa.it/retrieve/handle/10447/240907/449672/tesi%20dottorato%20Myriam%20Spallino.pdf>

Chiesa, G., Palmucci F., Pirocchi I., *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*  
[http://amsacta.unibo.it/2598/1/1\\_2009\\_Chiesa\\_Palmucci\\_Pirocchi\\_A4.pdf](http://amsacta.unibo.it/2598/1/1_2009_Chiesa_Palmucci_Pirocchi_A4.pdf)

Singer P., *Alla ricerca della struttura finanziaria ideale*,  
<http://esperienzedimpresa.it/index.php/espimpresa/article/viewFile/10/76>

Istat, *Rapporto sulle imprese 2021* <https://www.istat.it/storage/rapporti-tematici/imprese2021/Rapportoimprese2021.pdf>

Rija M, *Il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese*  
[https://francoangeli.azureedge.net/fa-contenuti/area\\_pdfdemo/365.982\\_demo.pdf](https://francoangeli.azureedge.net/fa-contenuti/area_pdfdemo/365.982_demo.pdf)

Myers S. C. (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance* 39 (3), pp. 575-592.

Caselli, S. – Negri, Gi., *Capital Structure Theory - an overview* | ScienceDirect Topics  
<https://www.sciencedirect.com/topics/economics-econometrics-and-finance/capital-structure-theory>],

Fama E., French K. (2002), "Testing trade-off and pecking-order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies* 15, pp. 1–33.

Frank, M. Z., Goyal V. K. (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics* 67, pp. 217–248.

Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Management* 3(4), pp. 305-360.

Leland H. E., Pyle H. D. (1977), "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *The Journal of Finance* 32 (2), pp. 371-387.

Laiho T., *Agency theory and ownership structure - Estimating the effect of ownership structure on firm performance* (2011) <https://core.ac.uk/download/pdf/80700484.pdf>

Commissione Europea, *Tassazione delle imprese: la Commissione propone incentivi fiscali per il capitale proprio per aiutare le imprese a crescere e diventare più forti e resilienti* (11/05/2022)  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_22\\_2884](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_22_2884)

Klemm A., *Allowances for Corporate Equity in Practice* (2006)  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06259.pdf>

Guarini V., Verrone G., ACE: evoluzione normativa e campi d'applicazione  
[https://novitafiscali.supsi.ch/1030/1/Guarini%26Verrone\\_ACE%20evoluzione%20normativa%20e%20campi%20d'applicazione.pdf](https://novitafiscali.supsi.ch/1030/1/Guarini%26Verrone_ACE%20evoluzione%20normativa%20e%20campi%20d'applicazione.pdf)

Decreto-legge 06/12/2011, n. 201 <https://onefiscale.wolterskluwer.it/normativa/decreto-legge-06-12-2011-n-201/10LX0000761503ART16?pathId=7a0dbaf2da59a>

Il ministro dell'Economia e delle Finanze  
<https://www.finanze.gov.it/export/sites/finanze/galleries/Documenti/Varie/D.M.-3-agosto-2017-ACE.pdf>

Commissione Europea, Detrazione fiscale per attenuare la tendenza all'indebitamento  
[https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12995-Detrazione-fiscale-per-attenuare-la-tendenza-allindebitamento\\_it](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12995-Detrazione-fiscale-per-attenuare-la-tendenza-allindebitamento_it)

Pisters M., The debt-equity bias reduction allowance ('DEBRA'): the removal of the tax driven debt-equity bias? (30/03/2022) <https://www.grantthornton.nl/en/insights-en/articles/the-debt-equity-bias-reduction-allowance-debra-the-removal-of-the-tax-driven-debt-equity-bias/>

Commissione Europea, Questions and Answers on the Commission's proposal to tackle the debt-equity bias in taxation (DEBRA) (11/03/2022) [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA\\_22\\_2885](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_22_2885)

Vives policy paper, The Role of an Allowance for Corporate Equity for the Capital Structure and Employment in Multinational Enterprises. [https://feb.kuleuven.be/VIVES/publications/policy\\_papers/Beleidspapers/2016/2016-07-policy-paper-VIVESCouncil\\_of\\_the\\_European\\_Union,\\_Poland's\\_notional\\_interest\\_deduction\\_regime.\\_\(25/11/2019\)](https://feb.kuleuven.be/VIVES/publications/policy_papers/Beleidspapers/2016/2016-07-policy-paper-VIVESCouncil_of_the_European_Union,_Poland's_notional_interest_deduction_regime._(25/11/2019))  
<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14114-2019-ADD-2/en/pdf>

Deloitte, Notional Interest Deduction, A tax incentive for equity financing and debt restructurings,  
[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cy/Documents/tax/CY\\_Tax\\_NID\\_2022\\_NoExp.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cy/Documents/tax/CY_Tax_NID_2022_NoExp.pdf)

Council of the European Union, Malta's notional interest deduction regime, (20/11/2018)  
<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14364-2018-ADD-6/en/pdf>

Council of the European Union, Portugal's notional interest deduction regime, (20/11/2018)  
<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14364-2018-ADD-8/en/pdf>

Istat, situazione e prospettive delle imprese dopo l'emergenza sanitaria covid-19,  
[https://www.istat.it/it/files/2022/02/REPORT-COVID-IMPRESA\\_2022.pdf](https://www.istat.it/it/files/2022/02/REPORT-COVID-IMPRESA_2022.pdf)

