

**Effetti dell'imposizione
societaria e personale sulle
decisioni di
finanziamento-investimento**

Decisioni di finanziamento

L'imposizione sulle società di capitali può risultare non neutrale nei confronti delle loro scelte

- di *investimento*
- di *finanziamento*

Decisioni di finanziamento

Secondo il teorema Modigliani-Miller se:

- i mercati dei capitali sono perfetti
- non vi sono imposte
- non vi sono costi di transazione

le scelte finanziarie delle imprese sono irrilevanti ai fini di assumere decisioni di investimento

Decisioni di finanziamento

Tuttavia la presenza di tassazione (societaria e personale) ha solitamente l'effetto di rendere alcune fonti di finanziamento più convenienti di altre. Se ciò accade il sistema tributario, oltre a poter interferire tramite la tassazione delle società di capitali sulle decisioni di investimento delle imprese, può alterare anche le strategie finanziarie e, tramite questa via, produrre altre distorsioni sulle decisioni di investimento.

Decisioni di finanziamento

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

L'impresa, a parità di altre condizioni, e in assenza di vincoli amministrativi o di limiti interni all'indebitamento, dovrebbe sempre optare, data la convenienza fiscale, per questa fonte di finanziamento degli investimenti

Decisioni di finanziamento

Se oltre alla tassazione delle società si considera anche quella in testa al detentore di titoli dell'impresa, la convenienza all'indebitamento non è più assicurata, poiché il vantaggio concesso a questa fonte di finanziamento in testa alla società potrebbe essere più che compensata dalla tassazione degli interessi percepiti dal sottoscrittore dei titoli di debito dell'impresa

Decisioni di finanziamento

Entrambe queste imposte vanno dunque esplicitamente considerate se si desidera spiegare l'influenza che il sistema tributario esercita sulla struttura finanziaria delle imprese

Inoltre entrambe vanno considerate se si desidera modificare il sistema tributario in modo da renderlo neutrale relativamente alle decisioni delle imprese

Decisioni di finanziamento- investimento

Il modello del costo d'uso del capitale viene esteso per tenere conto dell'esistenza di altre imposte che possono influenzare le scelte di investimento, oltre quella sul reddito di impresa

L'analisi si focalizza sulla realtà
istituzionale delle società di capitali

Decisioni di finanziamento- investimento

Ipotesi:

1. Società per azioni soggetta ad imposta societaria con aliquota t_g
2. Soci sono solo persone fisiche soggetti passivi dell'imposta personale
3. Interessi e plusvalenze (valutate in base al criterio della maturazione) sono tassati rispettivamente alle aliquote t_s e t_v
 - Se inclusi nella base imponibile t_s e t_v coincidono con l'aliquota marginale dell'imposta personale
 - Se non inclusi, t_s e t_v rappresentano le aliquote di tributi sostitutivi di natura reale

Decisioni di finanziamento- investimento

4. La società deve rendere ai proprietari almeno quanto un investimento sul mercato finanziario dove la remunerazione al tasso r viene decurtata dell'aliquota t_s (costo opportunità)
5. Ogni euro di utile che gli azionisti decidono di non distribuire e reinvestire genera una plusvalenza azionaria che viene tassata con aliquota t_v

Decisioni di finanziamento- investimento

- Per questo tipo di analisi si utilizza il costo del capitale anziché il costo d'uso del capitale
- La scelta è dovuta al fatto che gli ammortamenti non influenzano tale aspetto
- Dalla 2.17 dalla 9.7 si può scrivere la seguente espressione per il reddito operativo

$$U^{on} = U^{ol} - A = \Pi + F$$

Decisioni di finanziamento- investimento

- Si ha dunque:

$$\rho v = (\rho - \delta)v = \varphi + \pi$$

con

ρv tasso di rendimento dell'investimento
in termini di reddito operativo

Decisioni di finanziamento- investimento

Definizione del costo del capitale in assenza di imposte:

Il costo del capitale è il rendimento dell'investimento in termini di reddito operativo che copre esattamente gli oneri finanziari

$$\rho v^* = (\rho^* - \delta) = \varphi$$

Si ricorda che $\varphi = r$ (equazione 22.2) e quindi in assenza di imposte il costo del capitale è pari al tasso di interesse

$$\rho v^* = r$$

Decisioni di finanziamento- investimento

- Costo del capitale in presenza di imposte:

$$\rho v_t^* = \varphi_t / (1 - t_g)$$

Definizione:

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

Effetti tassazione societaria e personale su decisioni di investimento

Se

1. $\rho v_t^* > \rho v^* \leftrightarrow$ effetto **disincentivante**
2. $\rho v_t^* < \rho v^* \leftrightarrow$ effetto **incentivante**
3. $\rho v_t^* = \rho v^* \leftrightarrow$ effetto **neutrale**

Tassazione in capo al socio

L'utile distribuito sarà tassato in capo ai soci con un'aliquota Θ^d che dipenderà dal sistema di integrazione tra imposta sulla società e imposta sulle persone fisiche

Tassazione in capo al socio

Tale aliquota si ottiene modificando la 19.23:

$$\Theta^d = (\beta(t'(1-t_g(1-\alpha)) - \alpha t_g) / (1 - t_g))$$

Esprime l'aliquota pagata dai soci come percentuale degli utili distribuiti al netto dell'imposta sulle società (cioè dei dividendi)

Tassazione in capo al socio (imposta personale) classico

$$\beta=1$$

$$\alpha=0$$

$$\Theta^d=t'$$

Tassazione in capo al socio (imposta personale)

Credito imposta integrale

$$\beta=1$$

$$\alpha=1$$

$$\Theta^d=(t'-t_g)/(1-t_g)$$

Esenzione totale

$$\beta=0$$

$$\Theta^d=0$$

Tassazione in capo al socio (imposta personale)

Cedolare

$$\beta=1$$

$$\alpha=0$$

$$t'=t_c$$

$$\Theta^d=t_c$$

Forme di finanziamento

Si valutano gli effetti della tassazione (societaria e personale) sulle decisioni di investimento considerando tre forme di finanziamento:

1. Con utili non distribuiti
2. Con emissione di nuove azioni
3. Con emissione di obbligazioni

Finanziamento con utili non distribuiti

- Rendimento netto di 1 euro di utili non distribuiti e investiti nella società

$$(1-t_v)(1-\Theta^d) \varphi$$

- Rendimento netto di 1 euro di utili distribuiti investito nel mercato finanziario

$$(1-t_s)(1-\Theta^d)r$$

Finanziamento con utili non distribuiti

Uguagliando i due tassi di rendimento

$$(1-t_v)(1-\Theta^d) \varphi = (1-t_s)(1-\Theta^d)r$$

Nel caso di finanziamento con utili non distribuiti $\epsilon = 0$ e pertanto

$$\varphi = \varphi_t \text{ (equazione 21.21)}$$

Finanziamento con utili non distribuiti

Da cui:

$$\varphi_t = ((1-t_s)r)/(1-t_v)$$

Sostituendo dalle equazioni 23.1; 23.2; 23.3
si ottiene:

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

Finanziamento con utili non distribuiti

Commenti:

1. In generale il sistema non risulta neutrale $\rho v_t^* \neq \rho v^*$
2. Se interessi e plusvalenze azionarie sono tassati alla stessa aliquota ($t_v = t_s$ con tributo sostitutivo o con l'imposta personale), il sistema risulta disincentivante

$$\rho v_t^* > \rho v^*$$

in particolare il costo del capitale aumenta dell'intero importo dell'imposta sulle società

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

Finanziamento con utili non distribuiti

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

Finanziamento con utili non distribuiti

4. Risulterebbe neutrale un sistema che esenta la tassazione delle plusvalenze e in presenza di tassazione uniforme del capitale finanziario e di impresa

$$t_v=0 \text{ e } t_s=t_g$$
$$\rho v_t^* = \rho v^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

- Rendimento netto di 1 euro di nuovo capitale investito nella società

$$(1 - \theta^d) \varphi$$

- Rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario

$$(1 - t_s)r$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Uguagliando i due tassi di rendimento

$$(1-\Theta^d) \varphi = (1-t_s)r$$

Da cui:

$$\varphi = ((1-t_s)r)/(1-\Theta^d)$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Nel caso di finanziamento con utili non distribuiti $\epsilon = 0$ e pertanto

$$\varphi = \varphi_t \text{ (equazione 21.21)}$$

Sostituendo dalle equazioni 23.1; 23.2; 23.3 si ottiene:

$$\rho v_t^* = \rho v^* (1-t_s)/(1-\Theta^d)(1-t_g)$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Commenti:

1. In generale il sistema non risulta neutrale
2. Se interessi e dividendi sono tassati alla stessa aliquota, il sistema risulta disincentivante

$$t_s = \Theta^d$$

$$\rho v_t^* > \rho v^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

3. Risulterebbe neutrale un sistema di esenzione in presenza di tassazione uniforme del capitale finanziario e di impresa

$$\Theta^d = 0 \text{ e } t_s = t_g$$
$$\rho v_t^* = \rho v^*$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

- Rendimento netto di 1 euro di investito nella società

$$\varphi(1-t_s)$$

- Rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario

$$(1-t_s)r$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

Uguagliando i due tassi di rendimento:

$$\varphi(1-t_s) = (1-t_s)r$$

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

$$\varphi_t = (1-\epsilon t_g) \varphi$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

Pertanto

$$\varphi_t(1-t_s) = (1-\epsilon t_g)(1-t_s)r$$

Da cui sostituendo:

$$\rho v_t^* = \rho v^*(1-\epsilon t_g)/(1-t_g)$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

Commenti:

1. In generale il sistema non risulta neutrale
2. Se vi sono limitazioni alla deducibilità degli interessi ($\epsilon < 1$), il sistema risulta disincentivante

$$pv_t^* > pv^*$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

3. Se il grado di deducibilità degli interessi passivi ϵ è uguale a uno, il sistema risulta neutrale

$$pv_t^* = pv^*$$

4. l'imposta sui proventi finanziari t_s risulta irrilevante

Variabili extrafiscali e scelte di finanziamento

Nella decisione circa il mix di fonti di finanziamento, oltre alla tassazione societaria e personale, possono essere rilevanti anche altre variabili extra-fiscali non incluse nel modello descritto del costo del capitale, in particolare:

1. Rischio insolvenza
2. Esistenza di asimmetrie informative

Variabili extrafiscali e scelte di finanziamento

1. Rischio insolvenza

L'evidenza empirica mostra che, al crescere dell'indebitamento, cresce il premio al rischio richiesto dal creditore per coprirsi da tale rischio.

Per valori bassi del rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri è probabile che il debito sia preferibile al capitale proprio (per i vantaggi fiscali), oltre una certa soglia, invece, la convenienza ad indebitarsi verrebbe meno

Variabili extrafiscali e scelte di finanziamento

2. Esistenza di asimmetrie informative

Tale aspetto risulta particolarmente importante nel caso di separazione tra controllo e proprietà. In questi casi la varietà di fonti di finanziamento può ridurre i costi di monitoraggio a carico dei soci