

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

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 finanziamento

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, produce 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

Consideriamo un modello del costo del capitale con le seguenti caratteristiche:

1. Società di capitale soggetta ad imposta societaria
2. Soci sono solo persone fisiche soggetti passivi dell'imposta personale
3. Interessi e plusvalenze 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

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 non distribuito è reinvestito e genera una plusvalenza azionaria che viene tassata con aliquota t_v

Decisioni di finanziamento

- Costo del capitale in assenza di imposte:

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

Definizione:

Il costo del capitale è il rendimento dell'investimento che, al netto degli ammortamenti, copre gli oneri finanziari

Decisioni di finanziamento

- Costo del capitale in presenza di imposte:

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

Definizione:

Il costo del capitale è il rendimento dell'investimento che, al netto degli ammortamenti e al lordo delle imposte, copre gli oneri finanziari valutati tenendo conto dell'effetto delle imposte

Effetti tassazione societaria su decisioni di investimento

Se

1. $\varphi_t^* > \varphi^* \leftrightarrow$ effetto **disincentivante**
2. $\varphi_t^* < \varphi^* \leftrightarrow$ effetto **incentivante**
3. $\varphi_t^* = \varphi^* \leftrightarrow$ effetto **neutrale**

Tassazione in capo al socio

L'utile in capo al socio sarà tassato 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

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

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

classico

$$\beta=1$$

$$\alpha=0$$

$$\Theta^d=T'$$

Tassazione in capo al socio

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

Cedolare

$$\beta=1$$

$$\alpha=0$$

$$T'=t_c$$

$$\Theta^d=t_c$$

Forme di finanziamento

Si valutano gli effetti della tassazione considerando tre forme di finanziamento:

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

Finanziamento con profitti non distribuiti

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

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

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

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

Finanziamento con profitti non distribuiti

Uguagliando i due tassi di rendimento

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

Da cui:

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

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

Finanziamento con profitti non distribuiti

Commenti:

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

$$t_v = t_s$$

$$\varphi_t = r^*$$

$$\varphi_t^* > \varphi^*$$

Finanziamento con profitti non distribuiti

3. La misura del costo del capitale in presenza di imposte non dipende dal regime di tassazione dei dividendi in quanto l'aliquota Θ^d riduce nella stessa proporzione il costo opportunità del finanziamento con profitti trattenuti (meno dividendi distribuiti) e l'ammontare netto del secondo
4. Risulterebbe neutrale un sistema di esenzione in presenza di tassazione uniforme del capitale finanziario e di impresa

$$(\Theta^d = t_v = 0) \text{ e } (t_s = t_g)$$

$$\varphi_t = (1 - t_g)r^*$$

$$\varphi_t^* = \varphi^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

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

$$(1 - \Theta^d) \varphi_t$$

- Rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario

$$(1 - t_s) r^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Uguagliando i due tassi di rendimento

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

Da cui:

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

$$\varphi_t^* = ((1-t_s)r^*) / ((1-\Theta^d)(1-t_g))$$

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

$$t_s = \theta^d$$

$$\varphi_t = r^*$$

$$\varphi_t^* > \varphi^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

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

$$(\Theta^d = 0) \text{ e } (t_s = t_g)$$

$$\varphi_t = (1 - t_g)r^*$$

$$\varphi_t^* = \varphi^*$$

Finanziamento con emissione di obbligazioni

- Rendimento netto di 1 euro di investito nella società

$$\varphi_t(1-t_s)$$

- Rendimento netto di 1 euro investito nel mercato finanziario

$$(1 - \epsilon t_g)(1-t_s)r^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Uguagliando i due tassi di rendimento:

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

Da cui:

$$\varphi_t = (1-\epsilon t_g)r^*$$

$$\varphi_t^* = ((1-\epsilon t_g)r^*) / (1-t_g)$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

Commenti:

1. In generale il sistema non risulta neutrale
2. Se il grado di deducibilità degli interessi passivi ϵ è uguale a zero, il sistema risulta disincentivante

$$\varphi_t = r^*$$

$$\varphi_t^* > \varphi^*$$

Finanziamento con emissione nuove azioni

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

$$\varphi_t = (1 - t_g)r^*$$

$$\varphi_t^* = \varphi^*$$

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 (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