

# LA RIFORMA ITALIANA DELLA TASSAZIONE DELLE IMPRESE E I SUOI EFFETTI SULLE DECISIONI DI INVESTIMENTO

FRANCESCO CRESPI, ANTONIO DI MAJO, MARIA GRAZIA PAZIENZA

pubblicazione internet realizzata con contributo della



---

società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di pavia

*XX Riunione scientifica SIEP  
Economia della Tassazione: Sistemi tributari, pressione fiscale, crescita  
Pavia, 25 e 26 settembre 2008*

LA RIFORMA ITALIANA DELLA TASSAZIONE DELLE IMPRESE E I SUOI EFFETTI  
SULLE DECISIONI DI INVESTIMENTO.

**Francesco Crespi\***

*Università degli Studi Roma Tre*

**Antonio Di Majo**

*Università degli Studi Roma Tre*

**Maria Grazia Pazienza**

*Università di Firenze*

*Versione Preliminare, 29 Agosto 2008*

**Abstract**

La legge finanziaria per il 2008 delinea una vera e propria riforma della tassazione diretta delle imprese italiane. La riforma ha trovato ispirazione in quella tedesca approvata qualche mese prima con il fine di rendere il sistema di tassazione delle imprese più favorevole all'attrazione dei capitali e meno "ostile" all'accumulazione e al tasso di sviluppo del sistema economico. Proprio su questo aspetto viene incentrata l'analisi condotta nel saggio, che si propone di valutare i potenziali effetti delle diverse misure di cui la riforma si compone sulla dinamica degli investimenti delle imprese.

Il saggio è organizzato in due parti principali. Nella prima si ricostruisce il complesso articolato della riforma individuando gli elementi di novità di maggior rilievo, mentre nella seconda un'analisi empirica cerca di valutare l'impatto di tali elementi sulle decisioni di investimento delle imprese. Partendo da una stima econometrica della funzione di investimento delle imprese (modello base), valutata con riferimento all'articolazione dimensionale del nostro sistema produttivo, si analizzano le modifiche che la riforma fiscale produce sulle determinanti dell'investimento. La base dati utilizzata per l'analisi è derivata dalle ultime due edizioni dell'indagine realizzata da Capitalia sulle imprese manifatturiere in Italia e riguarda circa mille imprese per un periodo di sei anni (1998-2003). Le stime effettuate sul panel di imprese tengono conto sia di eventuali effetti fissi individuali sia di effetti ritardati delle variabili.

---

\* Corresponding author: Dipartimento di Economia, Università "Roma Tre", Via Silvio D'Amico 77, 00145, Roma. E-mail: [crespi@uniroma3.it](mailto:crespi@uniroma3.it)

## **1. Introduzione.**

La legge finanziaria sul 2008, tra le altre disposizioni della manovra annuale, ha introdotto una riforma della tassazione dei risultati di impresa di larga portata. Essa è chiaramente ispirata all'analoga riforma decisa in Germania qualche mese prima e ne condivide molti degli obiettivi. In particolare, l'esigenza di fronteggiare la competizione nell'attrazione dei capitali "mobili" tra le frontiere e quella di contrastare il basso tasso di sviluppo del prodotto interno, favorendo una possibile ripresa del tasso di accumulazione delle imprese (attraverso l'attenuazione dei disincentivi alla crescita della capacità produttiva attribuibili all'imposizione).

Va ricordato che l'appartenenza all'Unione europea ha reso in generale impossibile la politica industriale selettiva, e solo quella orizzontale è ammessa. Di conseguenza la politica tributaria rivolta alle imprese non può che basarsi su modifiche generali della struttura della tassazione (sostanzialmente delle aliquote e delle regole di definizione degli imponibili), che solo implicitamente può favorire qualche settore (ad esempio, attraverso la diversificazione dei coefficienti di ammortamento) senza incorrere nelle procedure di infrazione della UE per aiuti di Stato. Poche sono infatti le politiche selettive ammesse e concordate unicamente a livello dell'Unione, in linea di principio senza alcuna autonomia decisionale dei governi nazionali.

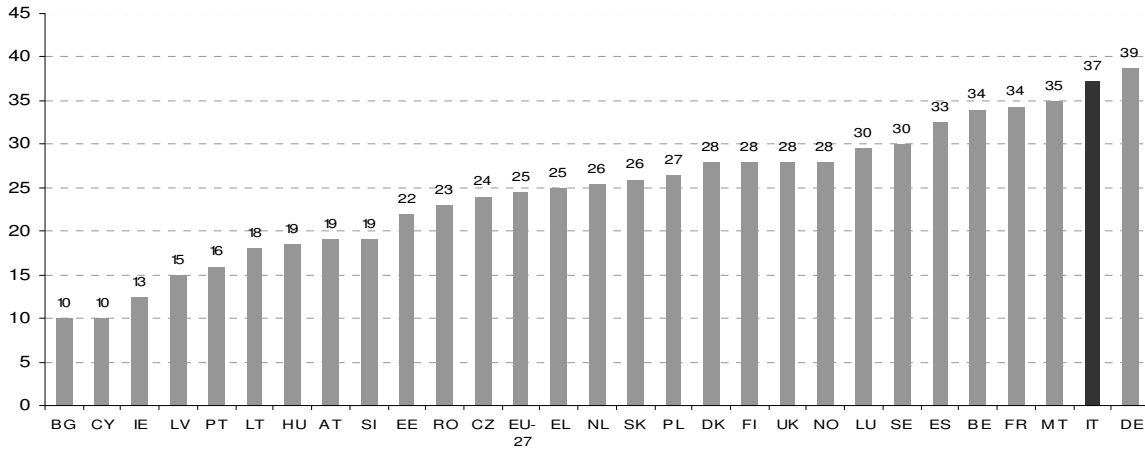
Nel nostro paese si sono susseguite nell'ultimo decennio diverse riforme dell'imposizione diretta delle imprese e in direzioni divergenti. Il buon senso suggerisce che modifiche di struttura richiedono tempo per essere assimilate dai contribuenti, che ne debbono tenere conto nelle loro decisioni, in particolare in quelle che presuppongono un esteso orizzonte temporale. Anche la teoria economica suggerisce che ai fini dell'attività di investimento (il cui incremento viene sempre dichiarato obiettivo prioritario delle modifiche legislative), gli imprenditori dovrebbero potere contare su una stabilità delle regole di tassazione nel corso dell'orizzonte temporale rilevante. L'investimento è per sua natura una decisione in condizioni di incertezza; il modo in cui il rendimento atteso viene intaccato dall'imposizione non dovrebbe elevare ulteriormente il grado di incertezza, perché ciò lo rende meno conveniente. Se però si procede a frequenti modifiche, l'investitore sarà portato a incorporare nelle sue aspettative future un'alta variabilità del cuneo fiscale con conseguente più elevato costo del capitale.

In questo lavoro, dopo avere descritto le caratteristiche dell'attuale riforma italiana delle imprese e le sue ragioni (facendo anche riferimento alla possibili contraddizioni presenti), verranno effettuate alcune simulazioni semplificate degli effetti economici. Inoltre, verranno proposte alcune stime econometriche degli effetti della riforma sulle decisioni di finanziamento e di investimento delle imprese italiane. Nel paragrafo finale verranno riassunte le conclusioni del lavoro.

## **2. Le caratteristiche e le ragioni della riforma**

La modifica più "appariscante" della riforma è la riduzione dell'aliquota nominale del prelievo sugli utili di impresa, elemento comunque fondamentale per capire l'accelerazione nei tempi della riforma e la somiglianza con la recente revisione del sistema tedesco che ha visto tra le altre cose una riduzione dell'aliquota legale dal 38 per cento del 2007 (vedi Grafico 1) a poco meno del 30 del 2008. In dettaglio, le società di capitali vedono scendere l'aliquota dell'Ires dal 33 al 27,5 per cento e quella ordinaria dell'Irap dal 4,25 al 3,90 per cento (anche se gli imponibili delle due imposte sono diversi, l'utile è comunque colpito da entrambe). Nonostante il repentino abbattimento di quasi sei punti percentuali, dunque, l'Italia mantiene l'aliquota nominale più elevata tra i paesi sviluppati, con il 31,4 per cento, anche se si riducono notevolmente le distanze dagli altri paesi.

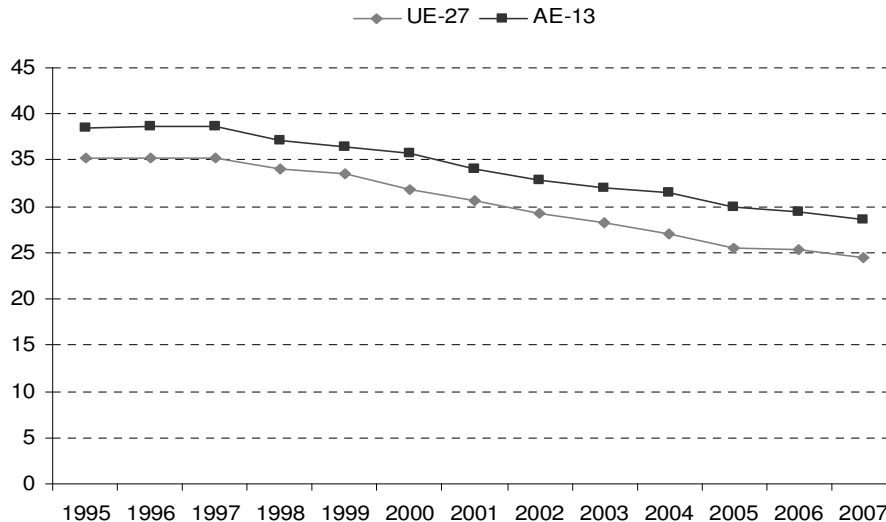
Grafico 1: Imposta societaria nei Paesi UE, aliquota legale massima (relativa al prelievo di tutti i livelli di governo), 2007



Fonte: Eurostat, *Taxation Trends in the European Union, 2007*.

La nostra riforma si ispira e segue a stretto giro quella tedesca, e non solo per questo aspetto. Con la riforma tedesca condivide l'obiettivo di contrastare, attraverso la riduzione delle differenze con le aliquote nominali di altri paesi, le "esportazioni" transfrontaliere degli imponibili. Da almeno due decenni si è infatti inasprita la competizione per l'attrazione del capitale "mobile"<sup>1</sup>, che ha comportato una imposizione continuamente decrescente del suo rendimento (Grafico 2), compensando in parte il minor gettito attraverso l'inasprimento del prelievo sulla remunerazione del lavoro (nelle sue varie forme, incluse le pensioni) e sulle rendite del capitale "immobile" (fabbricati, ecc.)<sup>2</sup>.

Grafico 2: Imposta societaria nei Paesi UE(27) e nei paesi dell' Area Euro, aliquota legale massima, 1995-2007



Fonte: Eurostat, *Taxation Trends in the European Union, 2007*.

<sup>1</sup> Per un'analisi sulle determinanti in termini di competizione fiscale delle recenti modifiche sulle aliquote nominali della *corporation tax* si veda Heinemann e altri (2008).

<sup>2</sup> Per le cosiddette aliquote implicite sul lavoro e sul capitale nell' UE si veda: European Commission "Structures of the taxation systems in EU", Bruxelles, 2006.

D'altra parte, l'abbassamento generalizzato delle aliquote della "corporation tax", nelle diverse forme assunte nei vari paesi OCSE, non si è tradotto in una parallela caduta del gettito di tale tributo. Questo fenomeno è in parte attribuibile alla non perfetta mobilità dei capitali investiti nelle società, a causa delle caratteristiche di imposta nel paese di produzione prevalente nella "corporation tax", per cui i vantaggi non tributari della produzione in certi paesi attenuano o compensano quelli tributari (Sörensen, 2007). Inoltre, molte imprese europee hanno trovato conveniente passare dalla forma giuridica personale (più tassata) a quella della società di capitali (ora meno tassata)<sup>3</sup> e dunque la riduzione delle aliquote è stata compensata da un aumento delle imprese contribuenti.

L'incentivo tributario alla mobilità dei capitali è connesso, in generale, con tutti gli aspetti della definizione dell'onere di imposta (imponibile, agevolazioni e crediti di imposta, ecc.), ma l'aliquota nominale riveste un rilievo specifico per i gruppi multinazionali. In questo caso, infatti, in assenza di controlli efficaci delle relazioni transfrontaliere, si cerca di localizzare i ricavi in paesi a bassa aliquota e i costi in quelli ad aliquota elevata senza bisogno di "spostare" gli investimenti "reali". Questa possibilità è spesso realizzata utilizzando il pagamento di interessi su debiti esteri (o comunque estero-vestiti), e viene contrastata ponendo limiti alla deducibilità di questi interessi (norme sulla *thin capitalization*, ecc.).

In questa tornata di riforma si è pensato di ricorrere alla limitazione generalizzata della deducibilità degli interessi passivi, ricalcando quasi alla lettera la scelta tedesca (il 30 per cento dell'EBITDA, o margine lordo). In Germania il limite del 30 per cento opera normalmente al di sopra della soglia di 1 milione di euro di interessi passivi, facendo pensare che esso sia stato pensato principalmente per contrastare l'emigrazione degli imponibili, più probabilmente attuata da parte di società di grandi dimensioni<sup>4</sup>. In Italia invece il limite effettivo<sup>5</sup> è legato alla soglia del 30%, anche se è prevista la possibilità di utilizzare l'eventuale eccedenza negli anni successivi (sempre nell'ambito del 30 per cento del MOL).<sup>6</sup> Ai fini di un'entrata in vigore graduale, per il primo anno (2008) è consentito aggiungere 10 mila e per il secondo (2009) 5 mila euro a detto limite del 30 per cento.

La modifica italiana sembra dunque attribuire alla limitazione della deducibilità altri obiettivi, oltre quello di contrasto dei movimenti transfrontalieri di capitali: anzitutto la possibilità di limitare la perdita di gettito connessa con la riduzione dell'aliquota e poi l'intenzione di modificare le convenienze relative delle diverse forme di finanziamento. Com'è noto, la forma tradizionale di imposizione dell'utile di impresa (come l'Ires) discrimina a favore dell'indebitamento. La limitazione della deducibilità degli interessi (quando opera) e la minor tassazione del rendimento del capitale proprio (sia di apporto esterno sia costituito con utili trattenuti) attenuano la convenienza ad indebitarsi. Si ricordi inoltre che l'Irap era già tendenzialmente neutrale in quanto colpisce sia gli utili sia gli interessi<sup>7</sup>.

In entrambi i paesi la riforma ha anche l'obiettivo di perseguire la neutralità della tassazione rispetto a varie scelte imprenditoriali, tra cui quella della forma giuridica attraverso cui l'impresa viene esercitata ed in entrambi i paesi è prevista per le imprese non societarie la possibilità di optare per una tassazione omogenea alla corporation tax sugli utili trattenuti nell'impresa. Più in dettaglio in Italia, per le società di persone e le imprese individuali in contabilità ordinaria, normalmente

---

<sup>3</sup> Cfr. de Mooij R. e Nicodeme G. (2007).

<sup>4</sup> Su questo aspetto si vedano la Relazione finale della Commissione Biasco ([www.finanze.it](http://www.finanze.it)) e Homburg, 2007. Il limite di 1 milione di euro, la cosiddetta "small company clause", si applica con alcune eccezioni.

<sup>5</sup> Sono però interamente utilizzabili gli interessi passivi inclusi nel costo di acquisto di beni ammortizzabili.

<sup>6</sup> Questo regime si applica a tutte le società di capitali, escluse le banche, le imprese assicuratrici, le società finanziarie, le società costruttrici di infrastrutture e altre. Tuttavia, con il D.L. 112 del 9 Giugno 2008, sono state introdotte limitazioni alla deducibilità degli interessi passivi delle società del settore finanziario (è utilizzabile non più del 96% del loro totale); vengono anche ridotte per le stesse società, le deduzioni per la svalutazione dei crediti e per le riserve sinistri di lungo termine (per le assicurazioni), oltre a modifiche per il consolidato dei gruppi societari finanziari.

<sup>7</sup> Si veda Di Majo A., Paziienza M.G. e Triberti B. (2002).

soggette all' Irpef sull'intero utile di pertinenza del socio-proprietario, dal 2008 è possibile un trattamento differenziato a seconda che gli utili siano trattenuti o distribuiti. Gli utili reinvestiti possono, su opzione, essere tassati con un'imposta sostitutiva del 27,50 per cento, al pari degli utili delle società di capitali; se distribuiti, invece, gli utili delle imprese senza personalità giuridica sono considerati impieghi personali del reddito e sottoposti quindi a imposizione personale progressiva<sup>8</sup>. L'intenzione è quella di avvicinarsi alla neutralità fiscale della forma giuridica nella quale l'impresa viene esercitata rispetto alle decisioni economiche dell'imprenditore. L'aliquota marginale Irpef ridiventa rilevante quando gli utili verranno distribuiti, per cui con un'aliquota superiore al 27.50 per cento la norma favorisce l'autofinanziamento, che a sua volta, come si vedrà più avanti, può incentivare l'attività di investimento.

Nel nostro paese, però, a differenza della Germania, il limite del 30 per cento della deducibilità degli interessi passivi non si applica alle imprese personali. Inoltre, il nuovo trattamento delle riorganizzazioni aziendali (le plusvalenze sui valori di bilancio sono liberamente utilizzabili una volta pagato un prelievo sostitutivo) facilita la possibilità di modificare la forma giuridica dell'impresa, operazione che può rendere conveniente, in presenza di un alto grado di *leverage*, la trasformazione da società di capitali a impresa personale per utilizzare senza limiti la deducibilità degli interessi. Questo sembra contraddittorio rispetto alla ricercata maggiore neutralità della tassazione e spinge in direzione contraria a quanto dichiarato.

Un ulteriore intervento specifico per il sistema italiano è stato introdotto con riferimento all'elevata quota di microimprese che caratterizza il nostro sistema produttivo. Sicuramente coerenti con ragioni di semplificazione del sistema e degli adempimenti richiesti sono le disposizioni sul trattamento dei contribuenti "minimi" (imprese e lavoratori autonomi con ricavi annuali non superiori a 30 mila euro, assenza di dipendenti, e acquisti di beni strumentali nel precedente triennio non superiori a 15 mila euro annui). I contribuenti "minimi" (imprese e lavoratori autonomi con ricavi annuali non superiori a 30 mila euro, assenza di dipendenti, e acquisti di beni strumentali nel precedente triennio non superiori a 15 mila euro annui), possono optare per un'imposta sostitutiva (di Irpef, Irap e Iva) del 20 per cento del reddito, definito dalla differenza tra ricavi e costi effettivi<sup>9</sup>. Se il prelievo sostitutivo, utilizzabile senza alcuna complessa formalità, semplifica le scelte, e i costi di adempimento di diverse centinaia di migliaia di contribuenti, l'aspetto che principalmente può limitarne la convenienza è l'impossibilità di recuperare l'Iva sugli acquisti (che diventa però componente negativa del reddito), connessa con la non applicazione dell'Iva sulle vendite, assimilando di fatto i contribuenti minimi a soggetti esenti o a consumatori finali.

La riforma finisce così per determinare una netta *tripartizione* dell'imposizione dei risultati economici delle imprese, sulla base delle diverse caratteristiche dei contribuenti. Più precisamente i regimi tributari delle società di capitali (il cui utile è tassato con l'Ires, l'imposta sulle società), delle società di persone e delle imprese individuali "normali", con contabilità fiscale ordinaria (contribuenti Irpef), e delle imprese "minime" vengono differenziati più nettamente.

La seconda modifica rilevante comune al sistema tedesco è quella che abolisce la possibilità di effettuare ammortamenti anticipati e accelerati<sup>10</sup>. Tale ampliamento della base consente, almeno nel breve periodo, di compensare parte della caduta di gettito connessa con la riduzione dell'aliquota. Tuttavia, il costo non ammortizzato nei primi anni andrà a intaccare l'imponibile di anni successivi per cui la caduta di gettito è solo rimandata al futuro (mentre l'impresa subisce l'onere finanziario dell'anticipazione del versamento dell'imposta). Nel caso in cui si ipotizzi che gli ammortamenti

---

<sup>8</sup> Va tenuto presente che i dividendi erogati dalle società di capitali sono soggetti, presso i percettori persone fisiche, anche alla cedolare del 12,50%, per cui il ricordato limite di convenienza si abbassa.

<sup>9</sup> Secondo i dati dell'Anagrafe tributaria i contribuenti interessati sarebbero più di 900 mila, ma solo per circa 700 mila esisterebbe una convenienza ad optare per il nuovo sistema di imposizione.

<sup>10</sup> In Germania si tratta principalmente dell'abolizione dell'elevazione delle quote di ammortamento decise nel 2005 per le "corporations".

accelerati avessero determinato un più elevato e permanente tasso d'accumulazione la perdita di gettito sarebbe molto limitata, ma l'abolizione degli ammortamenti accelerati dovrebbe comportare un minor tasso di accumulazione. Sempre in merito alla caduta di gettito va ricordata la possibilità di affrancare, dietro pagamento di un'imposta sostitutiva ad aliquota ridotta, le riserve, altrimenti "locked in" dalla possibilità di sospendere a tempo indeterminato il prelievo. Anche in questo caso, a fronte di un incasso immediato per l'erario, si rileva una perdita di gettito nel futuro<sup>11</sup>.

L'intervento di riforma italiano introduce inoltre una serie di correzioni di portata più limitata che hanno il doppio fine di allargare la base imponibile e di perseguire la semplificazione del sistema. Collegati all'ampliamento della base imponibile ricordiamo la rimodulazione della durata minima dei contratti di leasing (da 1/2 a 2/3 del periodo di ammortamento dei beni di riferimento), l'esenzione al 95% (e non più al 100%) dei dividendi intragruppo e il limite all'utilizzazione, in ogni esercizio, dei crediti di imposta, stabilito in generale in non più di 250 mila euro e l'aumento della quota da portare a tassazione per i dividendi di partecipazioni qualificate (da 40% a 49,72%, inferiore comunque alla percentuale di invarianza).

Con la riforma si spinge ulteriormente per il cambiamento delle regole contabili utilizzabili per la determinazione dell'imponibile (principalmente per le società di capitali); la norma abolisce infatti tutte le variazioni extracontabili utilizzabili (tra cui erano ricomprese quelle dovute ad ammortamenti accelerati e anticipati che influivano anche sulla base Irap) e viene fatto esplicito riferimento ai principi contabili internazionali introdotti anche nel nostro sistema (IAS). In quest'ottica può essere letta la modifica alla tassazione delle variazioni di valore patrimoniale (plusvalenze e minusvalenze) a cui si è già accennato: le cessioni di imprese (o parti di esse) risultano facilitate in quanto il valore viene collegato ai valori di mercato (e non ai valori storici), per cui all'acquirente basterà pagare un'imposta sostitutiva per scaglioni (del 12, 14 e 16 per cento).

Tra le altre modifiche vanno infine ricordati l'estensione della possibilità di compensazione delle perdite per le imprese in contabilità ordinaria e semplificata, la revisione del regime delle spese di rappresentanza e la revisione delle norme sulla Participation Exemption (PEX), con il ritorno al 95% della quota di esenzione dalla tassazione, omogenea con i dividendi che affluiscono alle imprese; per effetto di questo provvedimento l'Ires scende dal 5,28 all' 1,375 per cento.

Un'altra caratteristica comune delle riforme italiana e tedesca è la ripartizione della riduzione di aliquota tra l'imposta del governo centrale (federale) e quella della Regione (land). In Germania ora il peso del prelievo sulle imprese si distribuisce quasi egualmente tra governo federale e lander, mentre in Italia il "federalismo fiscale" (previsto dal 2001 dalla Costituzione) avanza lentamente e il prelievo resta prevalentemente a favore del governo centrale. Anche sull'Irap, la principale imposta regionale del nostro sistema, si registrano modifiche di portata rilevante: oltre alla già citata riduzione dell'aliquota ordinaria dal 4,25 al 3,9 per cento, l'ampliamento della base è attuato con la riduzione di alcune delle deduzioni legate al costo del lavoro introdotte negli anni precedenti<sup>12</sup>, con l'indeducibilità dell'Ici dalla base Irap. Infine, in coerenza con quanto già discusso, è stata prevista la completa abolizione delle modifiche extracontabili per la determinazione dell'Irap che dovrà essere determinata solo con riferimento ai dati di bilancio, determinando anche un completo sganciamento dal prelievo sui profitti di impresa.

---

<sup>11</sup> Si veda su questo punto Di Nicola e Pollastri (2008).

<sup>12</sup> Quella per nuova occupazione (da 5000 a 4600 euro per dipendente, 10 mila e 9200 rispettivamente per il Mezzogiorno), quella per imprese con valore della produzione inferiore a 181 mila euro (da 2000 a 1850 euro), quella ulteriore per contribuenti con meno di 400 mila euro di fatturato annuo (da 2000 a 1850 euro). Per le società di persone e gli imprenditori individuali (ma anche per i professionisti) vengono simultaneamente aumentate alcune deduzioni (quella forfetaria può arrivare fino a 9500 euro). Di conseguenza il numero di imprese non assoggettate all'Irap, in quanto l'imponibile viene annullato dalle deduzioni, che aveva già raggiunto il 20 per cento circa del potenziale, si espanderà ulteriormente fino a raggiungere probabilmente una cifra vicina al 30 per cento, ossia tra 800 mila e un milione per quanto riguarda i soli contribuenti imprese.

Inoltre nella norma si dà impulso ad una effettiva regionalizzazione dell'imposta: dal gennaio 2009, l'Irap viene "istituita con legge regionale" e le dichiarazioni dei contribuenti andranno pertanto indirizzate a ciascuna regione. A queste modifiche non corrisponde tuttavia un effettivo maggior potere per gli enti locali: in attesa dell'attuazione del federalismo previsto dal titolo quinto della Costituzione, la finanziaria (comma 43 dell'art.1) prevede che le Regioni non possono cambiare l'imponibile, ma modificare aliquote, detrazioni, deduzioni e prevedere specifiche agevolazioni, entro limiti da definire ancora con legge dello stato.

La riforma italiana attuata con la legge finanziaria secondo il governo che l'ha introdotta sarebbe realizzata senza perdita di gettito: la caduta dovuta all'abbassamento delle aliquote (valutata ufficialmente in 7,5 miliardi di euro) sarebbe compensata dall'ampliamento degli imponibili attuato con i differenti provvedimenti discussi. In Germania, invece, come si è accennato, la riforma varata prevede una esplicita perdita di gettito complessivo (per "non più" di 8,5 miliardi di euro annui). L'accettazione di un minor gettito del prelievo sugli utili rende plausibile la possibilità di una crescita del rendimento netto del capitale investito nell'impresa e quindi, a parità di altre condizioni, le convenienze per una crescita dell'economia. Il vincolo della parità di gettito (se realistico), invece, implica che la possibile maggiore convenienza ad investire derivi dalla sola modifica della struttura dell'imposizione. Non a caso nelle motivazioni della riforma la Germania pone molta enfasi sull'obiettivo di crescita e occupazione, mentre non altrettanto esplicita sull'argomento è la Legge Finanziaria italiana sul 2008.

### **3. Alcune simulazioni degli effetti della riforma.**

Come si è detto, le recenti modifiche della tassazione dei redditi d'impresa possono avere effetti rilevanti sul gettito tributario, sulla gerarchia delle fonti di finanziamento e sulle decisioni d'investimento delle imprese.

In merito al processo di accumulazione, occorre sottolineare che i dati di contabilità nazionale evidenziano in Italia una chiara disparità nei livelli di investimento per occupato tra le classi dimensionali delle imprese, con una tendenza delle imprese più grandi a realizzare un livello di investimenti per occupato maggiore di quello effettuato dalle imprese di dimensione inferiore. Inoltre, i dati recenti mostrano una dinamica degli investimenti insoddisfacente per quasi tutte le classi dimensionali delle imprese<sup>13</sup>.

Tale situazione acquista rilievo se si tiene conto del fatto che la riforma italiana viene realizzata come si è detto (nelle intenzioni) senza perdita di gettito e che, quindi, la possibile maggiore convenienza ad investire dovrebbe derivare dalla modifica della struttura dell'imposizione. Per valutare l'effetto potenziale di tale modifica, il nuovo assetto del prelievo tributario sulle imprese è stato simulato nei suoi aspetti principali, su una base dati costruita a partire dalle ultime due indagini di Capitalia sulle imprese manifatturiere (che verranno poi utilizzate anche per le stime delle funzioni di investimento e di indebitamento) con l'integrazione dei valori medi settoriali delle statistiche dell'Anagrafe Tributaria. Date le caratteristiche del campione di base e la necessità di costruzione di un *panel* per le stime, è stato deciso di limitarsi all'analisi delle sole imprese con personalità giuridica.

Si è partiti da una simulazione di riferimento, modellando l'imposta sui profitti (*Ires*) e l'imposta regionale sull'attività produttive (*Irap*) per le singole imprese, considerando l'ultimo anno a disposizione nella banca dati (2003), secondo la normativa allora vigente. Si è trattato dunque di considerare, oltre alle aliquote allora vigenti, una stima delle basi imponibili che includesse alcune "correzioni" di natura fiscale – dovute ad esempio alle norme sugli ammortamenti o alle deduzioni per l'Irap - che sono state calcolate anche sulla base dei dati dell'Anagrafe Tributaria.

---

<sup>13</sup> Nel periodo 2003-2005 il livello degli investimenti per addetto (in termini monetari) rimane stabile per le imprese sotto i 20 addetti, mentre si riduce per le imprese di dimensioni maggiori (Crespi e Di Majo, 2008).



L'esercizio ha fornito risultati soddisfacenti in quanto il confronto fra le imposte simulate e quelle riportate in bilancio evidenzia una limitata sovrastima (inferiore al 4%) e un'articolazione delle aliquote implicite che rispecchia le specificità settoriali e dimensionali, con la sola eccezione delle imprese appartenenti ai settori di scala, in cui la sovrastima è consistente.

**Tabella 1: Confronto fra le aliquote implicite calcolate su dati di bilancio e sulle imposte simulate<sup>14</sup>**

*(Dati di Bilancio 2003)*

|  | Aliquote implicite                   |                                   | Frequenze |
|--|--------------------------------------|-----------------------------------|-----------|
|  | Imposte di bilancio /Valore Aggiunto | Imposte simulate/ Valore Aggiunto |           |
| <b>Settori di attività Pavitt</b>        |                                      |                                   |           |
| settori tradizionali                     | 7.86%                                | 7.41%                             | 672       |
| settori di scala                         | 3.13%                                | 7.93%                             | 217       |
| settori specializzati                    | 5.69%                                | 5.56%                             | 360       |
| settori ad alta tecnologia               | 7.57%                                | 7.51%                             | 58        |
| Totale                                   | 6.46%                                | 6.99%                             | 1,307     |
| <b>Classi dimensionali delle imprese</b> |                                      |                                   |           |
| < 50 Addetti                             | 6.10%                                | 6.81%                             | 889       |
| 50 - 250 Addetti                         | 7.26%                                | 7.24%                             | 307       |
| Oltre 250 Addetti                        | 7.17%                                | 7.71%                             | 111       |
| Totale                                   | 6.46%                                | 6.99%                             | 1,307     |

Fonte: Nostre elaborazioni su dati IX indagine Capitalia

A partire da questo esercizio di base, si è proceduto a simulare la legislazione vigente nell'anno di imposta 2007, e poi le variazioni indotte dagli elementi principali della riforma per il 2008, al fine di valutarne gli effetti sul carico di imposta complessivo e dunque sul *cash flow* a disposizione dell'impresa.

Gli elementi della riforma che, con qualche necessaria semplificazione, si è cercato di quantificare per le imprese del campione sono:

- a) la riduzione delle aliquote legali dell'Ires e dell'Irap;
- b) l'ampliamento dell'imponibile Ires dovuto all'abolizione degli ammortamenti anticipati e accelerati, senza considerare la possibilità di liberare le riserve accumulate con l'imposta sostitutiva;
- c) la nuova disciplina della deducibilità degli interessi passivi e l'aumento della quota di irrilevanza delle plusvalenze;
- d) la separazione degli imponibili Irap e Ires, attuato con l'abolizione degli aggiustamenti fiscali nell'imponibile Irap.

Si tratta dunque di una simulazione parziale della riforma che trascura molti aspetti importanti e tra questi, in primo luogo, l'esatta dinamica della rimodulazione degli ammortamenti sull'imponibile e tutti gli effetti di interazione dovuti all'appartenenza delle imprese a gruppi. E' importante sottolineare che è stata effettuata una valutazione di impatto della riforma che non ha il fine di quantificare la perdita di gettito, ma che cerca di valutare alcuni aspetti di tipo permanente. L'analisi prende in considerazione alcuni effetti in un solo anno, nonostante da un punto di vista

<sup>14</sup> Le aliquote implicite, pari al rapporto tra imposte dovute e base imponibile, sono calcolate in percentuale del valore aggiunto, data la disomogeneità della base dell'Ires e dell'Irap.

dell'analisi economica molti impatti – e in primo luogo l'abolizione delle correzioni agli ammortamenti - andrebbero valutati dinamicamente e nel medio termine, in quanto si sostanziano principalmente in uno spostamento temporale di alcune poste<sup>15</sup>.

a) *Riduzione delle aliquote.*

Se isoliamo l'effetto dell'abbassamento delle aliquote IRES e IRAP dalle altre misure, chiaramente si ottiene una riduzione del gettito, che nel campione ha l'impatto più consistente sulle grandi imprese ad alta redditività. Se si tiene conto che, come evidenziato in precedenza, il livello di investimenti per addetto cresce con la dimensione dell'impresa, per questa via è possibile individuare un effetto potenzialmente positivo sul livello generale degli investimenti delle imprese. Con questa operazione si cerca di non allontanare investimenti sia nazionali sia esteri dal territorio italiano e di non scoraggiare la localizzazione di holding di partecipazione.

b) *Abolizione ammortamenti anticipati e accelerati.*

Tale misura ha l'intento di aumentare il debito di imposta delle imprese compensando (insieme ad altre misure) la caduta dovuta alla riduzione delle aliquote; tuttavia occorre sottolineare nuovamente come l'effetto sul gettito di questo provvedimento sia limitato ai primi esercizi poiché si traduce in un allungamento del periodo di ammortamento. L'intervento sugli ammortamenti anticipati ha effetti potenzialmente depressivi sul livello di investimenti delle imprese, e in particolare delle imprese più dinamiche e innovative e le start-up. Questo naturalmente desta preoccupazioni considerando il quadro economico attuale caratterizzato, come abbiamo ricordato, da una scarsa dinamicità degli investimenti. Data la difficoltà di quantificazione degli ammortamenti accelerati e anticipati (poiché non si dispone dei dati dell'apposito quadro EC della dichiarazione dei redditi delle imprese considerate), per la simulazione si è fatto riferimento alle stime riportate nella Relazione Tecnica e ai dati più sintetici pubblicamente disponibili nelle statistiche sulle dichiarazioni Ires e Irap.

c) *Limitazioni nella deducibilità degli interessi passivi e trattamento delle plusvalenze.*

Questo provvedimento ha sicuramente un effetto positivo sul riequilibrio tra le fonti di finanziamento dato che, da quando è stato abolito il meccanismo incentivante della Dit, la deducibilità degli interessi passivi era precedentemente limitata esclusivamente dalla cosiddetta "thin capitalization", con un forte incentivo a finanziare gli investimenti con debito piuttosto che con capitale proprio. Con la limitazione alla deducibilità degli interessi passivi il capitale proprio è quindi favorito e nella stessa direzione gioca il possibile effetto emersione derivante dal collegamento tra MOL e limite della deducibilità degli interessi passivi. L'incentivo all'autofinanziamento (come parte del capitale proprio), tenuto conto della relazione positiva esistente tra risorse finanziarie interne all'impresa e investimento, può stimolare l'accumulazione delle imprese (Fazzari, Hubbard e Petersen, 1988).

D'altra parte, questa misura colpisce pesantemente le imprese con alto indebitamento, scarsa capacità di autofinanziamento e bassa redditività che spesso coincidono con le imprese minori, dato che negli ultimi anni il livello di *leverage* evidenzia una relazione inversa con l'aumentare della dimensione d'impresa. Anche se in un contesto di modesto razionamento complessivo del credito,

---

<sup>15</sup> In pratica l'orizzonte annuale distorce almeno in parte gli effetti. L'abolizione di ammortamenti accelerati e anticipati viene considerata in questa analisi come un allargamento permanente della base imponibile, come se il processo di investimento delle imprese fosse continuo; per le imprese con sentieri di investimento discontinui, invece, l'aumento dell'imponibile dei primi anni verrà poi compensato dall'aumento delle quote di ammortamento degli anni successivi.

sono proprio le piccole e medie imprese a essere soggette a limiti maggiori nell'accesso a fonti di finanziamento esterne<sup>16</sup>.

Questo si spiega con la minore capacità di autofinanziamento delle piccole medie imprese (escluse le microimprese) rispetto alle altre, come testimoniato dalla percentuale di investimenti finanziati con capitale proprio. Infine, di meno immediata interpretazione (a causa dell'elevata varianza nei dati) è il dato relativo alla quota di interessi sul MOL: la quota di interessi sul MOL risulta in generale rilevante e crescente rispetto alla dimensione d'impresa. I dati incorporano però, in varia ma non identificabile misura, il possibile occultamento dei ricavi (evasione), che è difficile stabilire in quale delle classi dimensionali d'impresa sia prevalente, anche perché nel campione utilizzato il numero di imprese quotate è molto basso. Questo può contribuire a spiegare l'alta variabilità del rapporto tra interessi passivi e MOL all'interno di ogni classe dimensionale. Nel complesso si può comunque dedurre che, per effetto dei vincoli alla deducibilità degli interessi passivi, le piccole e medie imprese, già meno propense all'investimento rispetto al complesso delle imprese, potrebbero vedere ulteriormente ridotto l'incentivo agli investimenti<sup>17</sup>. Oltre alla limitazione della deducibilità degli interessi, che non presenta particolari problemi in sede di simulazione si è tentata una valutazione dell'aumento della quota di esenzione delle plusvalenze (dall'84% al 95%) partendo dai riferimenti della relazione tecnica.

#### *d) Abolizione delle correzioni fiscali ai fini dell'Irap.*

La rimodulazione dell'imponibile Irap, che ha interessato con caratteristiche diverse tutti i settori, ha il doppio fine di ampliare l'imponibile e sganciare l'andamento del prelievo regionale dagli aggiustamenti fiscali relativi all'Ires. Per quanto riguarda il primo aspetto, meritano attenzione anche le riduzioni delle deduzioni legate alla dimensione di impresa e al costo del lavoro che, grazie a una stratificazione annuale, hanno ormai determinato una tale erosione della base che certo allontana questo tributo dalle sue caratteristiche iniziali<sup>18</sup>. Nella simulazione si è provveduto a tener conto dell'abolizione delle deduzioni extracontabili sulla base delle informazioni ricavabili dalle dichiarazioni Irap e a modellare ove possibile le preesistenti deduzioni e i nuovi valori previsti dalla legge Finanziaria per valutarne le differenze.

Il risultato dell'analisi di questi elementi che, ripetiamo, oltre ad essere parziale, è stato valutato solo negli effetti di impatto relativamente al primo anno, determina una diminuzione del carico fiscale delle imprese di circa il 6%, che avvantaggia relativamente di più le imprese maggiori in termini di Ires, e relativamente di più le imprese di minore dimensione con riferimento all'Irap.

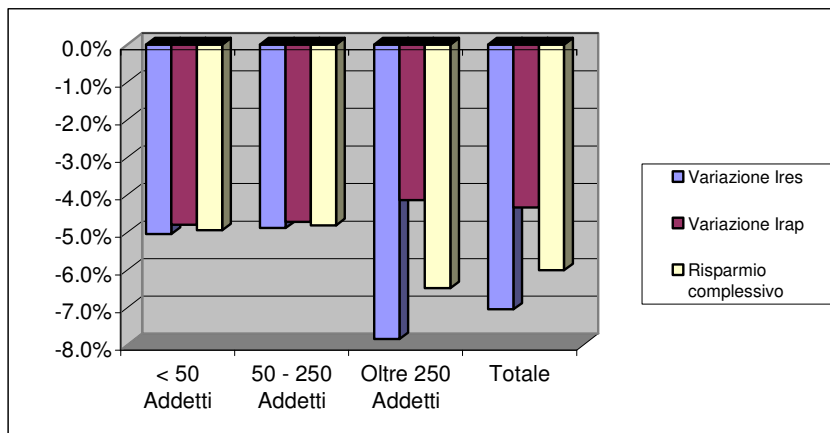
---

<sup>16</sup> Questo risultato è in linea con quanto rilevato nell'apposita indagine sul "razionamento del credito" ISAE-ANBP, ripresa in Di Majo A., Pazienza M.G., Triberti B. (2005).

<sup>17</sup> Da ultimo, sempre in merito alla deducibilità degli interessi passivi, abbiamo visto che la legge finanziaria prevede una distinzione tra le società di persone e le società di capitali. Questa distinzione ovviamente riduce l'impatto sul gettito derivante dalle nuove limitazioni. Inoltre in questo modo si tende a creare, *ceteris paribus*, una preferenza per la forma giuridica delle imprese personali rispetto alle società di capitali, in particolare alle Srl.

<sup>18</sup> Si veda a questo proposito Bardazzi, Di Majo e Pazienza (2006).

Grafico 3:Variazione di gettito indotta dalle manovre simulate



Fonte: Nostre elaborazioni su dati IX indagine Capitalia

La riforma simulata non avvantaggia tutte le imprese, ma identifica una quota non trascurabile di soggetti (poco meno del 30%) per cui i provvedimenti simulati prospettano un carico maggiore di imposte.

Allo stesso modo il provvedimento che lega la deducibilità degli interessi al MOL appare stringente per circa il 28% delle imprese ed evidenzia una netta correlazione negativa con la dimensione di impresa: circa il 30% delle imprese minori ha un rapporto tra interessi passivi e Mol superiore al 30%<sup>19</sup>, mentre la quota si riduce al 18% nel caso di imprese maggiori.

**Tabella 2: Quota di imprese con variazione positiva e negativa del carico fiscale e di soggetti per cui la limitazione degli interessi passivi è stringente**

|  | Quota di imprese con   |                      |                                    | Frequenze |
|--|------------------------|----------------------|------------------------------------|-----------|
|  | Maggior carico fiscale | Minor Carico fiscale | Limitazione deducibilità Interessi |           |
| <b>Settori di attività Pavitt</b>        |                        |                      |                                    |           |
| settori tradizionali                     | 33.5%                  | 66.5%                | 34.2%                              | 672       |
| settori di scala                         | 36.4%                  | 63.6%                | 21.7%                              | 217       |
| settori specializzati                    | 19.7%                  | 80.3%                | 22.2%                              | 360       |
| settori ad alta tecnologia               | 25.9%                  | 74.1%                | 27.6%                              | 58        |
| Totale                                   | 29.8%                  | 70.2%                | 28.5%                              | 1,307     |
| <b>Classi dimensionali delle imprese</b> |                        |                      |                                    |           |
| < 50 Addetti                             | 31.2%                  | 68.8%                | 30.9%                              | 889       |
| 50 - 250 Addetti                         | 27.4%                  | 72.6%                | 25.4%                              | 307       |
| Oltre 250 Addetti                        | 26.1%                  | 73.9%                | 18.0%                              | 111       |
| Totale                                   | 29.8%                  | 70.2%                | 28.5%                              | 1,307     |

Fonte: Nostre elaborazioni su dati IX indagine Capitalia

Per quanto concerne quella che in molte analisi sia teoriche sia empiriche è considerata una variabile chiave per le scelte di finanziamento e di investimento delle imprese, il cash flow, la simulazione evidenzia, specularmente a quanto visto in precedenza, un incremento direttamente proporzionale alla dimensione di impresa; lo stesso effetto può essere misurato anche dal punto di vista delle aliquote implicite calcolate sul valore aggiunto, che si riducono dal 5,5% al 5,4%.

<sup>19</sup> Nella simulazione è stata comunque considerata la maggiorazione della soglia prevista per il primo anno.

**Tabella 3: Variazione del Cash flow e Aliquote implicite pre e post riforma**

|                   | Variazione Cash Flow | Aliquote Implicite |                     |
|-------------------|----------------------|--------------------|---------------------|
|                   |                      | Pre Riforma (2007) | Post Riforma (2008) |
| < 50 Addetti      | 1.9%                 | 5.4%               | 5.3%                |
| 50 – 250 Addetti  | 1.9%                 | 5.7%               | 5.4%                |
| Oltre 250 Addetti | 2.9%                 | 6.2%               | 5.9%                |
| Totale            | 2.6%                 | 5.5%               | 5.4%                |

Fonte: Nostre elaborazioni su dati IX indagine Capitalia

#### **4. La funzione dei debiti finanziari e la funzione degli investimenti fissi delle imprese: una prima verifica econometrica.**

Si è precedentemente accennato all'importanza dell'incidenza delle modifiche della tassazione sul cash-flow, per gli effetti che ciò può avere sull'attività di accumulazione delle imprese. Questa opinione è fondata su una abbondante letteratura che nel tempo ha evidenziato la robustezza della relazione tra fonti finanziarie interne alle imprese e le decisioni di investimento delle stesse (Fazzari, Hubbard e Petersen, 1988, 2000; Schiantarelli, 1996; Kaplan e Zingales, 2000). La rilevanza di tale relazione è stata attribuita principalmente alla maggiore onerosità del finanziamento esterno (debito o emissione di nuove azioni) rispetto al finanziamento con fonti interne (autofinanziamento). A causa di questa divergenza la spesa per investimenti delle imprese risulterà sensibile alla disponibilità di fonti di finanziamento interne, che si traduce in una forte sensibilità degli investimenti rispetto al cash-flow<sup>20</sup>.

Per una valutazione dei potenziali effetti dell'attuale riforma sull'attività di accumulazione delle imprese si è quindi proceduto con una analisi in due stadi. In primo luogo è stato analizzato l'effetto delle variabili fiscali sulle decisioni di finanziamento delle imprese attraverso la stima di una funzione dei debiti finanziari. In secondo luogo è stata stimata una funzione degli investimenti, al fine di quantificare i legami tra le decisioni finanziarie, le variabili fiscali e le decisioni di investimento delle imprese. A tale scopo è stato costruito un panel di dati su imprese italiane osservate nel periodo 1998-2003 utilizzando, come già ricordato in precedenza, i dati derivanti dalle ultime due indagini sulle imprese manifatturiere di Capitalia. L'analisi econometrica di queste funzioni presenta naturalmente forti difficoltà. L'obiettivo di questo lavoro non è però quello di verificare la capacità di previsione di un particolare modello, bensì quello di valutare l'impatto di alcune variabili che sono ritenute rilevanti nell'orientare le scelte finanziarie e le decisioni di investimento delle imprese.

##### *4.1 La funzione dei debiti finanziari*

Al fine di analizzare le determinanti delle scelte finanziarie delle imprese manifatturiere italiane nel periodo 1998-2003 abbiamo stimato un'equazione dei debiti finanziari totali ai valori di bilancio in funzione del tasso di crescita del fatturato, del cash flow, della capienza fiscale e dell'aliquota effettiva di imposta. Il tasso di crescita del fatturato è utilizzato come proxy della dinamica

<sup>20</sup> L'approccio che fa riferimento alla teoria delle asimmetrie informative riconosce nella limitata capacità dei finanziatori esterni di valutare i redditi futuri derivanti dai progetti di investimento delle imprese la causa del divario tra i costi di finanziamento interno ed esterno all'impresa. Al contrario, la teoria del "free cash flow" attribuisce l'esistenza di una relazione positiva tra cash flow e investimenti all'attività di "sovra-investimento" dei manager, che si verifica in caso di disallineamento tra gli obiettivi dei manager e degli azionisti (Grossman e Hart, 1982; Hadlock, 1998; Crespi e Scellato, 2007). La rilevanza di questo approccio per lo studio degli effetti della tassazione sulla struttura finanziaria delle piccole e medie imprese è analizzata in Di Majo (1996).

dell'attività delle imprese e questa variabile ha un segno atteso positivo, poiché *a priori* un aumento della domanda delle imprese dovrebbe essere seguito da un aumento della produzione quindi dell'accumulazione che, almeno in parte, sarà finanziata con debito. Più problematica è l'individuazione del segno atteso della variabile relativa al cash flow. Infatti, se da un lato il cash flow rappresenta una modalità di finanziamento alternativo rispetto al debito, e quindi un suo incremento dovrebbe determinare una riduzione dell'indebitamento, d'altra parte un aumento del cash flow può rappresentare (in particolare per le imprese soggette a razionamento) una garanzia per l'afflusso di nuovo capitale di credito. Considerato che il livello di razionamento per le imprese appartenenti al campione è modesto (Di Majo, Pazienza e Triberti, 2005; Crespi e Scellato, 2007; Crespi e Di Majo, 2008), ci aspettiamo che l'effetto prevalente sia il primo e che quindi il segno associato alla variabile sia negativo. Infine, l'influenza del Fisco sulla struttura finanziaria delle imprese viene analizzata introducendo due diverse variabili. La prima considera l'utile al lordo degli oneri finanziari quale indicatore della capacità delle imprese di abbattere l'imponibile con la spesa per interessi<sup>21</sup>. Questa variabile rappresenta in qualche modo un indicatore di capienza fiscale e quindi, considerato che l'incentivo all'indebitamento aumenta all'aumentare dell'imponibile da cui detrarre gli interessi, dovrebbe entrare nell'equazione con un segno positivo<sup>22</sup>. La seconda variabile fiscale fa riferimento all'aliquota d'imposta effettiva. Anche in questo caso l'incentivo ad ampliare il finanziamento a debito dovrebbe crescere con il carico fiscale.

L'equazione dei debiti finanziari totali è stata quindi così stimata<sup>23</sup>:

$$D_{it} = \beta_1 D_{it-1} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 IMP_{it} + \beta_5 ALIQ_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

In cui:

**D**: rapporto tra debiti finanziari e capitale, valutato con il metodo *perpetual inventory* e riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**CF**: rapporto tra cash flow e capitale valutato con il metodo *perpetual inventory* e riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**S**: tasso di crescita del fatturato;

**IMP**: rapporto tra utile al lordo degli oneri finanziari e capitale valutato con il metodo *perpetual inventory* riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**ALIQ**: aliquota effettiva, calcolata come rapporto tra le imposte e il valore aggiunto;

$\alpha_i$ : effetti individuali;

$\varepsilon_{it}$ : termine di errore;

#### 4.2 La funzione degli investimenti fissi.

Le stime della funzione di investimento sono state basate sul modello dell'"acceleratore", in cui i tassi di crescita (contemporanei e ritardati) del fatturato vengono introdotti nell'equazione stimata come variabili di controllo per tenere conto della profittabilità futura delle imprese (Himmelberg e Petersen, 1994; Bond et al., 2003)<sup>24</sup>. In questo modo è possibile isolare l'effetto sulla propensione

<sup>21</sup> Per un'analisi degli effetti del sistema tributario sulle scelte di finanziamento delle imprese si veda Graham (2004).

<sup>22</sup> Il modello base (Equazione 1) viene stimato anche introducendo il tasso implicito del debito, cercando così di catturare l'effetto del costo dei fondi esterni per l'impresa. Come evidenziato nel dettaglio dei risultati, la variabile di costo non risulta significativa.

<sup>23</sup> Questa parte dell'analisi segue la metodologia adottata in Bettoni (1996).

<sup>24</sup> Gran parte della letteratura empirica sulla funzione di investimenti delle imprese include una proxy della cosiddetta Q di Tobin tra i regressori. Tuttavia, tenuto conto che il campione su cui è basata questa analisi è composto principalmente

ad investire dovuto al flusso di profitti attesi e quindi il coefficiente relativo al cash flow dovrebbe catturare solo la sensibilità degli investimenti rispetto alla disponibilità di fonti finanziarie interne all'impresa.

Un'altra variabile di controllo utilizzata è rappresentata dal rapporto (contemporaneo e ritardato) tra debiti finanziari e capitale investito. Questa variabile dovrebbe consentire di tenere conto delle difficoltà di accesso a nuovo capitale di credito in presenza di elevati livelli del *leverage*. Ci si attende che il premio per le fonti di finanziamento esterno cresca al crescere dell'indebitamento e che, quindi, esista una correlazione negativa tra *leverage* e gli investimenti. Attraverso l'introduzione di questa variabile nel modello, tenuto conto di quanto già osservato per la funzione dei debiti finanziari, si cerca quindi di verificare l'esistenza di una relazione indiretta tra tassazione e dinamiche di accumulazione nelle imprese. Infine, nel modello viene inserita la variabile relativa all'aliquota effettiva con l'obiettivo di controllare per gli effetti diretti dell'imposizione sull'attività di investimento che ci aspettiamo siano di segno negativo.

Il modello stimato per la funzione di investimento può essere quindi così rappresentato:

$$I_{it} = \beta_1 I_{it-1} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 S_{it-1} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 D_{it-1} + \beta_7 ALIQ_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

**I**: rapporto tra investimenti e capitale investito, valutato con il metodo *perpetual inventory* e riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**CF**: rapporto tra cash flow e capitale valutato con il metodo *perpetual inventory* e riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**S**: tasso di crescita del fatturato;

**D**: rapporto tra debiti finanziari e capitale, valutato con il metodo *perpetual inventory* e riferito ad inizio periodo per l'anno t;

**ALIQ**: aliquota effettiva, calcolata come rapporto tra le imposte e il valore aggiunto;

$\alpha_i$ : effetti individuali;

$\varepsilon_{it}$ : termine di errore;

Le stime effettuate sulle due equazioni utilizzano il metodo sviluppato da Arellano e Bond (1991) che suggerisce di stimare le equazioni in differenze prime ed utilizzare quindi l'intero set dei valori ritardati della dipendente e degli altri regressori come strumenti validi per tenere conto di problemi di endogeneità nelle stime.

#### 4.3 I risultati delle stime econometriche.

La Tabella 4 riporta i risultati relativi alle stime econometriche effettuate in base alle equazioni (1) e (2). Le prime due colonne si riferiscono alla stima della funzione dei debiti finanziari. Dall'analisi emerge come vi sia una inerzia nelle scelte finanziarie delle imprese. Il coefficiente della variabile relativa al livello di indebitamento del periodo precedente è infatti positivo e significativo. Come ci si attendeva, i dati evidenziano l'esistenza di una relazione negativa tra fonti di finanziamento interne ed esterne, il coefficiente della variabile cash flow è negativo e significativo. Questo risultato, come si è già osservato, può essere una conferma indiretta del modesto livello di razionamento presente tra le imprese presenti nel campione.

Il tasso di crescita del fatturato appare positivamente legato all'indebitamento. Questo si giustifica considerando che (anche come emerge dalla stima della funzione di investimento) alla crescita del fatturato può conseguire un aumento dei tassi di accumulazione, in parte finanziata con nuovo debito. Più interessanti ai fini dell'analisi sono i risultati relativi alle variabili che catturano più

---

da imprese non quotate, non si è potuto far riferimento a modelli che considerano proxy della Q di Tobin come indicatore della profittabilità attesa delle imprese.

direttamente gli effetti fiscali. Da un lato, il coefficiente relativo alla variabile IMP, che come precedentemente osservato rappresenta una *proxy* della capacità delle imprese di detrarre dall'imponibile la spesa per interessi, è significativo e positivo; contemporaneamente, l'aliquota effettiva appare esercitare un'influenza rilevante sulle scelte finanziarie delle imprese. Tale influenza permane anche ove si controlli per il peso degli interessi (INT) sul debito (Colonna II). Questo risultato sembra riflettere il fatto che all'aumentare del carico fiscale sui redditi d'impresa cresce anche l'incentivo ad ampliare il finanziamento in debito per ridurre la pressione fiscale.

Il lato destro della tabella riporta invece i risultati della stima della funzione di investimento. E' qui importante sottolineare, in primo luogo, la robustezza della relazione positiva tra livello di cash flow, sia esso considerato al netto (CF) o al lordo delle imposte (CFL), e investimenti. In secondo luogo, l'analisi mostra l'esistenza di una relazione negativa tra il livello di indebitamento e il tasso di accumulazione. Per questa via, considerando quanto appena discusso riguardo le determinanti delle scelte finanziarie delle imprese, le variabili fiscali possono esercitare un effetto indiretto sulle decisioni di investimento delle imprese. Infine, l'aliquota effettiva sembra esercitare anche un effetto diretto e ovviamente negativo sulla dinamica degli investimenti.

**Tabella 4 – Stime della funzione dei debiti finanziari (I-II) e della funzione degli investimenti (III-IV)**

| Debiti finanziari         |                      |                      | Investimenti              |                      |                      |
|---------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|
|                           | (I)                  | (II)                 |                           | (III)                | (IV)                 |
| <b>D</b> <sub>(t-1)</sub> | 0.520***<br>(17.49)  | 0.452***<br>(13.32)  | <b>I</b> <sub>(t-1)</sub> | -0.006<br>(-0.33)    | -0.007<br>(-.042)    |
| <b>CF</b> <sub>t</sub>    | -0.995***<br>(-6.78) | -1.481***<br>(-7.11) | <b>CF</b> <sub>t</sub>    | 0.427***<br>(12.50)  |                      |
| <b>S</b> <sub>t</sub>     | 0.246*<br>(1.62)     | 0.420**<br>(1.98)    | <b>CFL</b> <sub>t</sub>   |                      | 0.178***<br>(9.36)   |
| <b>IMP</b>                | 0.754***<br>(7.16)   | 1.318***<br>(8.81)   | <b>S</b> <sub>t</sub>     | 0.118*<br>(1.69)     | 0.227***<br>(3.31)   |
| <b>ALIQ</b>               | 1.644***<br>(2.83)   | 1.935**<br>(2.09)    | <b>S</b> <sub>(t-1)</sub> | 0.096*<br>(1.63)     | 0.164***<br>(2.84)   |
| <b>INT</b>                |                      | -0.001<br>(-0.57)    | <b>D</b> <sub>t</sub>     | -0.011<br>(-0.77)    | -0.020<br>(-1.41)    |
|                           |                      |                      | <b>D</b> <sub>(t-1)</sub> | -0.020**<br>(-2.09)  | -0.018**<br>(-1.93)  |
|                           |                      |                      | <b>ALIQ</b>               | -0.641***<br>(-2.68) | -0.502**<br>(-2.10)  |
| <b>Costante</b>           | 0.044**<br>(2.02)    | -0.043***<br>(-2.31) | <b>Costante</b>           | -0.052***<br>(-5.54) | -0.055***<br>(-5.96) |
| <b>Wald Chi-2</b>         | 354.48               | 265.78               | <b>Wald Chi-2</b>         | 197.69               | 126.96               |
| <b>Numero di imprese</b>  | 1182                 | 736                  | <b>Numero di imprese</b>  | 1182                 | 1182                 |

z-statistics in parentesi \*\*\*: significativo al 99% level; \*\*: significativo al 95% ; \*: significativo al 90%



In conclusione può essere sottolineato come dalle stime emerga un ruolo delle variabili fiscali nelle scelte di finanziamento e di accumulazione tutt'altro che trascurabile. In particolare la simulazione sulla recente riforma segnala un effetto di diffusa riduzione dell'onere dell'imposta per le società di capitali: tale valutazione, per quanto parziale, trova riscontro in altre valutazioni quantitative effettuate anche sulla base di effetti dinamici. Quel che qui rileva sottolineare è che questa riduzione ha riflessi positivi sull'autofinanziamento (la riduzione di aliquota sopravanza l'effetto di riduzione degli ammortamenti) e, per questa via, sulle scelte di finanziamento e di investimento, così come evidenziato dalle due stime econometriche, anche a prescindere dalle variazioni al margine di costo del capitale e confronto tra i costi delle fonti di finanziamento. I risultati delle stime infatti sembrano sottolineare che nell'arco di tempo considerato un modello che tiene conto dell'accelerazione nelle vendite spieghi in modo soddisfacente l'andamento degli investimenti, e in questo ambito un ruolo rilevante è svolto dalla disponibilità delle fonti di finanziamento (autofinanziamento o debito) e dalla pressione fiscale media (catturata dall'aliquota implicita). Parimenti, l'andamento del rapporto di indebitamento sembra influenzato, oltre che dall'andamento dell'impresa, dalla presenza di autofinanziamento e dalla possibilità di operare, attraverso gli interessi passivi, una riduzione dell'imponibile. L'effetto di riequilibrio delle fonti di finanziamento potrebbe essere dunque consistente per le imprese non molto redditive perché all'aumento dell'autofinanziamento si associa anche una ridotta possibilità di utilizzo degli interessi passivi.

## **6. Conclusioni.**

La legge finanziaria sul 2008, tra le innumerevoli altre modifiche non sistematiche, contiene una vera e propria riforma della tassazione diretta sulle imprese. Come avviene da sempre, in questo tipo di imposizione il nostro paese segue le tendenze della Germania. Di conseguenza l'aliquota complessiva del prelievo sugli utili delle società di capitali viene fortemente ridotta, in analogia con la precedente decisione della Repubblica tedesca di abbassarla di otto punti. E sempre come per la riforma tedesca si modifica la possibilità di dedurre gli interessi passivi (per la parte eccedente il 30 per cento del margine operativo lordo) e si aboliscono gli ammortamenti accelerati e anticipati. A differenza della Germania si introduce una convenienza a passare, in certi casi, dalla forma giuridica della società di capitali a quella personale (società di persone o impresa individuale).

I dati utilizzati relativi ad un campione di imprese italiane consentono qualche riflessione più concreta sugli effetti economici della riforma. In particolare, si può notare che la riduzione delle aliquote, se percepita come stabile, modifica la convenienza ad investire principalmente per le imprese grandi e ad alta redditività. D'altro canto, l'abolizione degli ammortamenti anticipati e accelerati sembrerebbe incidere più pesantemente sulle convenienze delle imprese più dinamiche e innovative. Anche le limitazioni sugli interessi passivi sembrerebbero colpire più pesantemente le imprese piccole e medie.

La simulazione sulla recente riforma segnala un effetto di diffusa riduzione dell'onere dell'imposta per le società di capitali: tale valutazione, per quanto parziale, trova riscontro in altre valutazioni quantitative effettuate anche sulla base di effetti dinamici. Quel che qui rileva sottolineare è che questa riduzione ha riflessi positivi sull'autofinanziamento (la riduzione di aliquota sopravanza l'effetto di riduzione degli ammortamenti) e, per questa via, sulle scelte di finanziamento e di investimento, così come evidenziato dalle due stime econometriche, anche a prescindere dalle variazioni al margine di costo del capitale e del confronto tra i costi delle fonti di finanziamento.

Più in generale, dalle stime econometriche effettuate sullo stesso campione emerge un ruolo significativo delle variabili fiscali nelle scelte di finanziamento e di accumulazione delle imprese. I risultati delle stime infatti mostrano come, nell'arco di tempo considerato, un modello di "acceleratore" sia in grado di spiegare in modo soddisfacente l'andamento degli investimenti, dove

un ruolo rilevante è svolto dalla disponibilità delle fonti di finanziamento (autofinanziamento o debito) e dalla pressione fiscale media (catturata dall'aliquota implicita). Allo stesso modo, l'andamento del rapporto di indebitamento appare influenzato, oltre che dall'andamento dell'impresa, dalla presenza di autofinanziamento e dalla possibilità di operare, attraverso gli interessi passivi, una riduzione dell'imponibile. In questo senso l'effetto di riequilibrio delle fonti di finanziamento potrebbe essere particolarmente rilevante per le imprese a bassa redditività poiché all'aumento dell'autofinanziamento si associa anche una ridotta possibilità di utilizzo degli interessi passivi.

## Bibliografia

- Bardazzi R. Di Majo A., Paziienza M.G. (2006) L'Irap: un'imposta ancora virtuosa?, Studi e Note di Economia, n.1.
- Bettoni A. (1996), L'applicazione dell'A.C.E in Italia: un'analisi previsionale sul gettito fiscale e sul riequilibrio finanziario delle imprese manifatturiere, Quaderni di Politica Industriale del Medio Credito Centrale, N. 12, Novembre 1996.
- Biasco S. (2007), Relazione finale della Commissione di Studio sulla imposizione fiscale sulle società, Ministero dell'Economia e delle Finanze, ([www.finanze.it](http://www.finanze.it)).
- Bond S., Elston J., Mairesse J., Mulkay B. (2003), Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using company panel data, Review of Economics and Statistics Vol. 85, pp. 153-165.
- Crespi F., Di Majo A. (2008), La tassazione delle imprese nella Legge Finanziaria 2008, in Trupiano G. (a cura di), *La Legge Finanziaria 2008*, Roma, Aracne.
- Crespi F., Scellato G. (2007), Ownership structure, financial constraints and investment decisions: evidence from a panel of Italian firms, Dipartimento di Economia "S. Cognetti de Martiis" Laboratorio di Economia dell'Innovazione "Franco Momigliano" Working paper No. 05/2007.
- de Mooij R. e Nicodeme G. (2007), Corporate tax policy and incorporation in the EU, *European Commission, Working Paper N. 11*, Bruxelles.
- Di Majo A. (1996), La tassazione e il finanziamento delle piccole imprese societarie, in Della Casa G., *Economia delle piccole e medie imprese*, Milano, Franco Angeli, pp.41-106.
- Di Majo A. Paziienza M.G. e Triberti B. (2005), Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano, in AA.VV., *Le Banche popolari nel localismo dell'economia italiana*, Quaderni della Rivista "Credito popolare", Edicred, Roma. Pubblicato anche come working paper n. 7/2005 del Dipartimento di Scienze economiche e finanziarie (Disefin) dell'Università di Genova.
- Di Majo A., Paziienza M.G. e Triberti B. (2002), La riforma italiana dei tributi sulle imprese (1996-2000), in Baldassarri M., Galli G., Piga G. (a cura di), *La competitività dell'Italia*, Centro Studi Confindustria, Milano, Il Sole 24Ore.
- Di Nicola F. e C. Pollastri (2008), La riforma ires-irap del 2008: una valutazione pluriennale dei benefici per le imprese ed il gettito per stato e regioni, [www.centroeuropearicerche.it](http://www.centroeuropearicerche.it)
- European Commission (2006), *Structures of the taxation systems in EU*, Bruxelles.
- Eurostat (2007), *Taxation Trends in the European Union*, Bruxelles.
- Fazzari S. M., Hubbard R.G. and Petersen B.C. (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Policy*, pp.141-195.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Petersen, B. C. (2000), Investment cash-flow sensitivities are useful: a comment on Kaplan and Zingales, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 65, pp. 695-705.

- Graham J.R. (2004) Taxes and Corporate Finance in B. E. Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance – Empirical Corporate Finance*, Elsevier Science, Amsterdam.
- Grossman, S., Hart, O. (1982) Corporate financial structure and Managerial incentives, in Mc Call, J. (Ed.) *The Economics of information and uncertainty*, University of Chicago Press.
- Hadlock, J. , 1998. Ownership, liquidity and investment, *Rand Journal of Economics*, 29, (3), 487-508.
- Heinemann F., M. Overesch, e J. Rincke , Rate Cutting Tax Reforms and Corporate Tax Competition in Europe, *ZEW Discussion Paper* n.08-028
- Himmelberg, C. P. and Petersen B. (1994), R&D and internal finance: a panel data study of small forms in high tech industries, *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, no. 1, 38–51
- Homburg S. (2007), Fiscal Policy in Action. Germany's Company Tax Reform Act of 2008, *FinanzArchiv* ,pp. 591-612.
- Il Sole 24 Ore (2007), *Finanziaria 2008*, IlSole24Ore Libri, Milano.
- Kaplan, S. and Zingales, L. (2000), Investment–cash flow sensitivities are not useful measures of financial constraints, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 65, 707–12.
- Pavitt, K. (1984), Sectoral patterns of technological change, toward a taxonomy and a theory, *Research Policy*, vol. 13, 343–73.
- Schiantarelli, F. (1996), Financial constraints and investment: a critical survey of the international evidence, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, no. 2.
- Sörensen P.B. (2007), Can Capital Income Taxes Survive? And Should They?, *CesIfo Economic Studies* 4, June 2007.