

Direttori

Luigi Guatri
Victor Uckmar

Comitato scientifico

Luigi Arturo Bianchi
Tancredi Bianchi
Mauro Bini
Gualtiero Brugger
Guido Ferrarini
Franco Gallo
Mario Notari

[http://www.](http://www.egeaedit.it)
**strumenti finanziari
e fiscalità**

**Tassazione delle attività finanziarie:
la prospettiva economica e contabile**
Mauro Bini

Il regime fiscale dei c.d. "mini bonds"
Guglielmo Frasoni

**Securities fraud e materialità della market
manipulation: il ruolo degli event study**
Gianfranco Gianfrate, Marco Monaco Sorge

**Rol e (in)deducibilità degli interessi
passivi: un'imposizione prociclicamente
recessiva**
Roberto Moro Visconti

**Imprese di assicurazione: dalle rilevazioni
contabili alla redazione del bilancio
di esercizio. Cenni introduttivi alla
comprensione del contenuto e, prima ancora,
del funzionamento delle principali
"poste tipiche"**
Mario M. Sfigliotti

**L'imposta sulle transazioni finanziarie:
la c.d. Tobin Tax**
Paolo Stizza

**La CTP di Milano sull'imponibilità ai fini iva
delle prestazioni rese dalla banca depositaria
del patrimonio di OICVM: la disapplicazione
delle sanzioni ripristina la neutralità
dei rapporti con la SGR**
Nicola Lancelotti

Rol e (in)deducibilità degli interessi passivi: un'imposizione prociclicamente recessiva

di ROBERTO MORO VISCONTI

Le norme restrittive in tema di deducibilità degli interessi passivi comportano particolari problematiche nell'attuale contesto congiunturale recessivo, interagendo con diverse problematiche, a cominciare dal credit crunch, e ingenerando effetti perversi, non sempre percepiti in tutta la loro gravità.

Per le imprese più fragili, fiaccate da anni molto difficili, l'asticella della deducibilità degli interessi passivi è fissata troppo in alto, con un impatto pro ciclico che aggrava la spirale negativa, senza alcun impatto apprezzabile sul gettito e anzi con l'effetto di contribuire alla scomparsa di soggetti passivi.

L'impatto fiscale dell'inededucibilità degli interessi passivi interagisce anche con la crescita dello spread dei finanziamenti, cui si accompagna un irrigidimento della struttura finanziaria delle imprese.

Se la normativa sull'inededucibilità degli interessi che eccedono il 30 % del ROL ha un impatto formalmente solo sul conto economico, coerentemente con la determinazione della base imponibile, essa in realtà trae le sue origini anche dallo stock di debito accumulato nel passivo di stato patrimoniale, di cui gli interessi passivi rappresentano la remunerazione.

Ne deriva pertanto una contiguità con le abrogate norme in te-

ma di thin capitalization, miranti a contrastare la sottocapitalizzazione e il conseguente elevato leverage.

L'irrigidimento della struttura finanziaria delle imprese non performanti e indebitate, assoggettate alla normativa sul ROL, deriva non solo da una crescita quantitativa degli oneri finanziari, connessi ad un indebitamento cresciuto e unitariamente più oneroso, ma anche dai mutamenti, spesso surrettizi e impercettibili, della sua composizione qualitativa, in cui diminuisce la parte variabile (tasso Euribor base) e cresce, più che proporzionalmente, lo spread fisso.

La difficoltà delle imprese finanziariamente poco strutturate a porre in essere strategie di immunizzazione finanziaria nell'ambito di applicazione di modelli di asset & liability management, rappresenta un'ulteriore criticità, che si rinsalda con le restrizioni fiscali, creando un effetto perverso, forse involontario ma non per questo meno pernicioso.

Una lungimirante pianificazione fiscale dovrebbe ispirarsi alla sopravvivenza del "cliente - contribuente", anche attraverso una sterilizzazione di queste normative, quanto meno in periodo di crisi, seguendo l'esempio dell'ammorbidimento di studi di settore che la congiuntura di settore ha reso pervicacemente insostenibili.

1. ROL e (in)deducibilità degli interessi passivi

Una sintetica disamina della normativa in tema di ROL è propedeutica a un'analisi anche sotto il profilo economico-finanziario, che rappresenta l'obiettivo principale del presente studio, mirante a esaminare i presupposti macroeconomici e finanziari da cui scaturisce, come conseguenza a volte perversa, il profilo impositivo.

www.sfef.it

La Finanziaria 2008, con una completa riscrittura dell'art. 96 del TUIR e dopo aver abrogato le disposizioni che regolavano la deducibilità degli interessi passivi sulla base della *thin capitalization*¹ e del *pro-rata* patrimoniale, ha modificato integralmente dal 1° gennaio 2008

¹ In particolare, la *thin capitalization rule* (ex art. 98 del TUIR) aveva l'obiettivo principale di contrastare la sottocapitalizzazione a fini fiscali delle imprese, rendendo in deducibili gli interessi passivi relativi ai finanziamenti erogati o garantiti da soci qualificati (direttamente o attraverso parti correlate).

le regole di deducibilità degli interessi passivi² in ambito IRES, legandola a doppio filo con il Risultato Operativo Lordo (ROL)³.

La norma è stata introdotta contestualmente alla riduzione dell'aliquota IRES che è passata dal 33% al 27,5%, con l'obiettivo di contrastare la sottocapitalizzazione delle imprese⁴. La disciplina relativa alla deducibilità degli interessi passivi si applica ai soggetti che svolgono attività "industriali o commerciali"⁵. La deducibilità degli interessi passivi si applica ai soggetti IRES e IRPEF, come rilevato con la Circ. n. 19/E del 21 aprile 2009 l'Agenzia delle Entrate, e successivamente confermato dalla Circ. n. 37 del 22 luglio 2009.

Per interessi passivi s'intendono - ai sensi del comma 3 dell'art. 96 TUIR - tutti gli oneri finanziari compresi quelli derivanti da mutuo, contratti di locazione finanziaria⁶, prestiti obbligazionari e qualsiasi altro rapporto avente causa finanziaria. Il regime fiscale degli interessi (in)deducibili è strettamente collegato all'operatività gestionale, che trova il suo parametro base di riferimento nel ROL, e da ciò sono escluse fattispecie non tipiche / operative, quali ad es. la gestione patrimoniale, anche relativa ad immobili non strumentali⁷. Gli interessi passivi inerenti⁸ sono deducibili nella seguente misura:

- a) per intero la quota parte che trova copertura negli interessi attivi;
- b) per la parte eccedente gli interessi attivi, una quota pari 30% del risultato operativo lordo (ROL).

La parte d'interessi passivi eccedente gli interessi attivi e il 30% del ROL è da considerarsi solo temporaneamente indeducibile; tale eccedenza potrà infatti essere dedotta se e nei limiti in cui dovesse trovare capienza negli esercizi successivi, cioè qualora gli interessi passivi che eccedono quelli attivi siano inferiori al 30% del ROL. Ciò ingenera la possibilità di iscrivere in bilancio imposte anticipate⁹, se vi è una ragionevole certezza di assorbire in futuro l'eccedenza temporaneamente indeducibile, anche sulla base di piani economico-finanziari redatti ex art. 2381, 3° comma, c.c. e comprensivi di fattori di rischio e incertezza individuati anche ai sensi dell'art. 2428, 1° comma, c.c. In limitati casi, gli interessi passivi possono essere anche capitalizzati¹⁰.

² Si veda A. DODERO, G. FERRANTI, L. MIELE, 2010, *Interessi passivi*, Ipsoa, Milano; E.M. BAGAROTTO, 2009, *Osservazioni critiche sulla disciplina degli interessi passivi nell'ambito Ires*, *Rivista di diritto tributario*, fasc. 10.

³ Il risultato operativo lordo (ROL) è la differenza tra il Valore e i Costi della produzione del bilancio redatto secondo le regole civilistiche (non assumono quindi rilievo i valori fiscali). A tale valore vanno aggiunti gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali e i canoni di locazione finanziaria dei beni strumentali.

⁴ Si veda G. FERRANTI, 2009, *La disciplina degli interessi passivi tra crisi economica e incentivi alla capitalizzazione*, *Corriere tributario*, n. 13.

⁵ Sono esclusi i soggetti "finanziari", (banche, assicurazioni e holding di gruppi bancari e assicurativi), per i quali è previsto un regime forfettario di deducibilità degli interessi nella misura del 96% ex art. 96 co. 5-bis del TUIR; e i soggetti che svolgono le attività "speciali" (società consortili ex 5° comma art. 96 ...), per i quali non vi sono limitazioni alla deducibilità degli interessi. Particolare attenzione è posta alla valutazione dell'applicabilità o meno della norma alle Holding Industriali, cui si applica l'indeducibilità degli oneri finanziari nel caso in cui il valore contabile delle partecipazioni in società industriali, risultante dal bilancio di esercizio, ecceda il 50% dell'attivo patrimoniale.

⁶ Si deve scorporare dal canone di *leasing* la quota d'interesse, con la possibilità di ricorrere al metodo di individuazione forfettario previsto dal DM 24/04/1998.

⁷ Gli interessi passivi relativi a finanziamenti contratti per l'acquisizione dei beni immobili (cd. "immobili-patrimonio"), che non costituiscono beni strumentali all'attività d'impresa né beni merci concorrono alla determinazione del reddito d'impresa, diversamente da quelle spese e da quei componenti negativi per i quali vale la previsione di indeducibilità assoluta di cui all'articolo 90, comma 2, del TUIR. Ai sensi del comma 36 dell'articolo 1 della legge finanziaria per il 2008, tuttavia, non rilevano ai fini dell'articolo 96 del TUIR (e sono, pertanto, integralmente deducibili) gli "interessi passivi relativi a finanziamenti garantiti da ipoteca su immobili destinati alla locazione".

⁸ Controversa è l'applicazione alla fattispecie del principio d'inerenza. Si veda Della Valle E., 2010, *Ma è proprio vero che gli interessi passivi si deducono a prescindere dall'inerenza?* (nota a Cass., Sez. trib., 19 maggio 2010, n. 12246), *GT - Rivista di giurisprudenza tributaria*, Volume: 17 - Fascicolo: 9.

⁹ Si vedano anche i principi contabili OIC 25 e IAS 17.

¹⁰ Si veda C. CAMERINI PORZI, V. DANGARSKA, 2010, *La capitalizzazione degli interessi passivi: scelte economico-aziendali ed effetti tributari*, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Volume: 110 - Fasc.: 11/12.

La circolare 19E/2009 chiarisce che il mancato utilizzo dell'eccedenza di ROL in presenza di interessi passivi netti indeducibili comporta di fatto la perdita di tale eccedenza, per evitare arbitraggi con arbitrario spostamento della competenza.

Il passaggio da un'imposizione incentrata sulle attività e passività di stato patrimoniale, con il citato abbandono delle fattispecie impositive imperniate sulla *thin capitalization* e il *pro rata* patrimoniale (e quindi, in ottica finanziaria, sull'eccessivo leverage) a una tassazione ancorata a margini di conto economico, sicuramente più consona alla *ratio* impositiva dei redditi, non è in realtà del tutto svincolato dalle conseguenze che lo stato patrimoniale ha sui margini di conto economico, finendo così nei fatti per far rientrare dalla finestra ciò che è stato fatto uscire dalla porta.

Fuor di metafora, si vuole qui sinteticamente rammentare che l'entità del ROL dipende, in ultima analisi, dalla capacità delle attività di generare valore, espresso anche in termini di margini economici differenziali (con le consuete, spesso astruse, rettifiche per passare da rilevazioni contabili a imponibili fiscali), anche al fine di remunerare le passività tra cui spiccano, in particolare per quanto qui rileva, i debiti finanziari e i correlati interessi passivi.

Il ROL è a sua volta un parametro chiave in ambito economico-finanziario, in quanto rappresenta, se espresso senza considerare le rettifiche fiscali, il Margine Operativo Lordo (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*, EBITDA) che è l'unico (prezioso) parametro ad avere, contemporaneamente, la natura di flusso economico differenziale e di flusso finanziario, fungendo così da naturale punto d'interscambio tra il conto economico e il rendiconto finanziario, oltre che da elemento centrale per valutare le aziende¹¹.

2. La spirale negativa banche – imprese – Stati - mercati

Le problematiche in tema di (in)deducibilità degli interessi passivi possono essere opportunamente inquadrare anche in un più generale e ampio contesto macroeconomico, esplicativo della grave crisi recessiva tuttora in corso¹².

A partire dal 2011, i mercati globali sono risultati condizionati da due sostanziali preoccupazioni:

- il rallentamento globale in atto nelle economie avanzate;
- il permanere di elevate tensioni sul debito sovrano dei paesi dell'eurozona.

Le prospettive di crescita globale, ancora presenti all'inizio del 2011, dopo il superamento della crisi del 2009, causata dalla crisi dei mutui *subprime* americani, sono di nuovo bruscamente peggiorate, configurando una recessione a "W" (*double dip recession*)¹³, con due cadute dell'attività economica ravvicinate tra di loro (2008/2009 e 2011/2012).

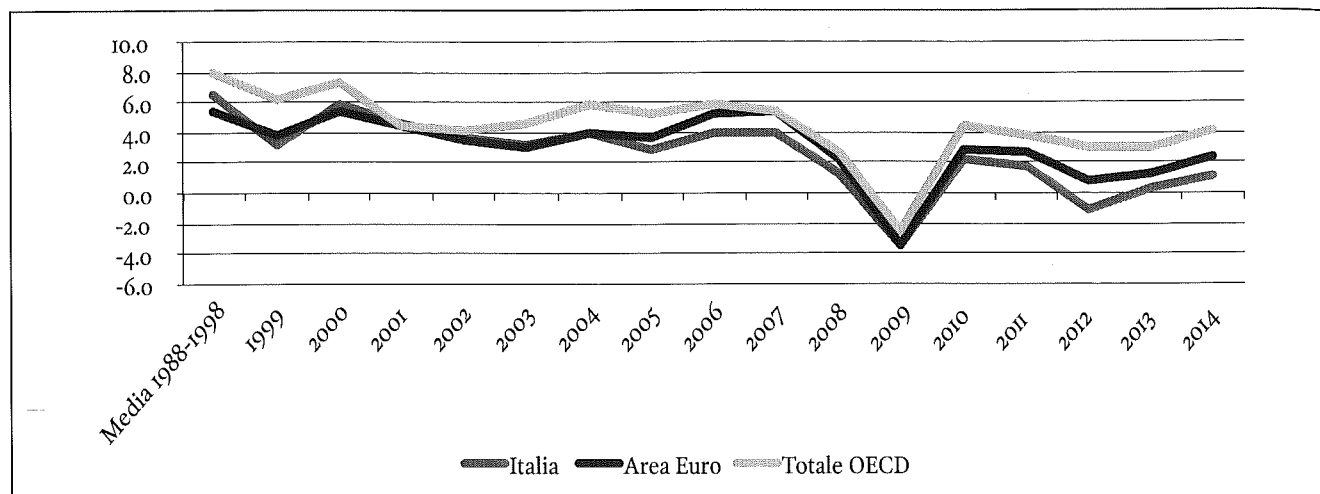
La crescita dell'attività economica nei paesi avanzati ha bruscamente frenato dal settembre 2008, e nello stesso tempo anche nei paesi emergenti l'attività economica ha decelerato.

¹¹ Ad es., con un moltiplicatore dell'EBITDA che stima l'Enterprise Value, per poi pervenire, sommando algebricamente la Posizione Finanziaria Netta all'Equity Value.

¹² Si veda M. BEGHIN, 2009, *Crisi economica, capitalizzazione delle imprese e interessi passivi*, *Corriere tributario*, n. 13.

¹³ Una situazione simile, negli Stati Uniti, si è già verificata in passato: ad esempio agli inizi degli anni Ottanta, quando l'economia fece pessimi risultati nel 1980, crebbe molto nei primi mesi del 1981 e tornò in crisi dalla seconda metà di quell'anno alla fine del 1982.

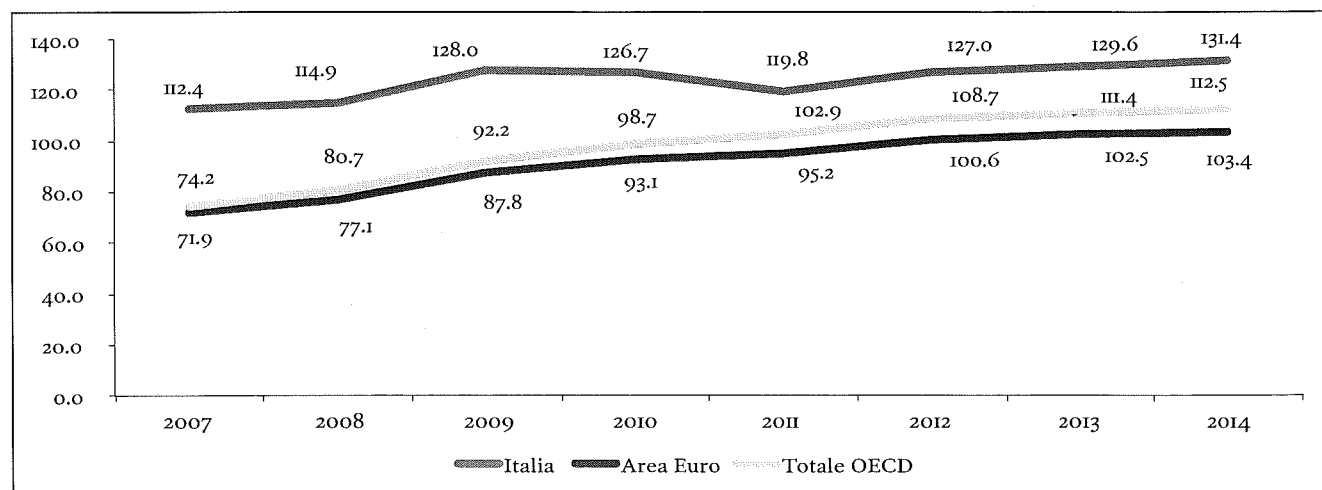
Figura 1 – Variazione annuale del Prodotto Interno Lordo (1988-2014)



Fonte: OECD (<http://www.oecd.org/statistics/>), 2012

In questo scenario, si è drammaticamente allargata la crisi del debito nei paesi europei “periferici”, interessando violentemente (dopo Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo) anche il nostro paese attraverso un significativo allargamento del differenziale di rendimento tra i titoli di Stato domestici ed i corrispondenti titoli tedeschi, determinato dal sempre crescente peso del debito pubblico.

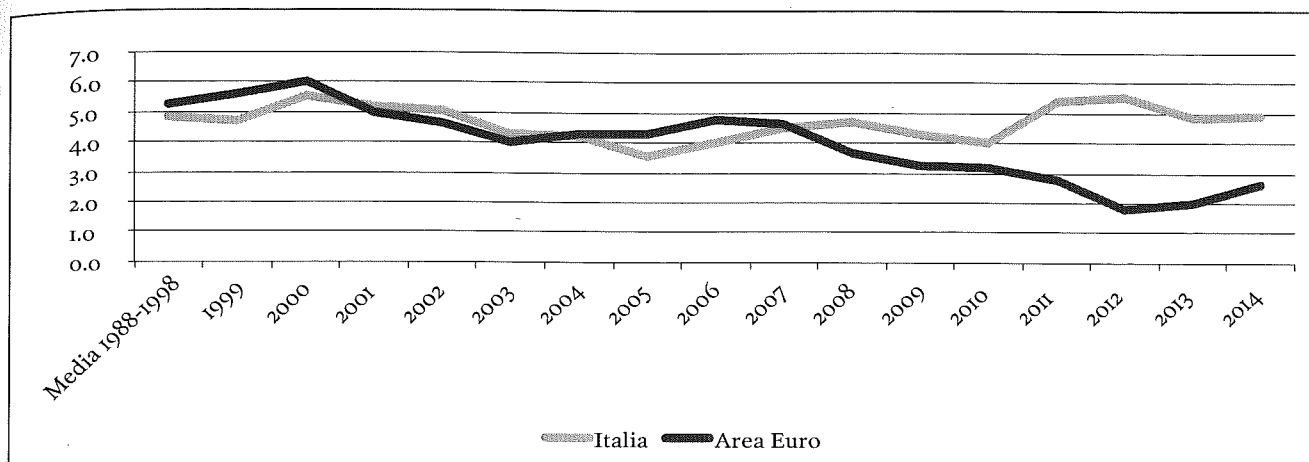
Figura 2 – L'andamento del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo (2007-2014)



Fonte: OECD (<http://www.oecd.org/statistics/>), 2012

In questo contesto, si è verificata una crescita dei tassi di interesse nel medio lungo periodo con una significativa divaricazione, a partire dal 2007, tra l'Italia e l'area Euro, come testimoniato anche dai più elevati spread dei titoli pubblici italiani rispetto ai Bund tedeschi o a titoli di altri paesi con rating migliore.

Figura 3 – Andamento dei tassi d'interesse a Medio Lungo Termine (1988-2014)



Fonte: OECD (<http://www.oecd.org/statistics/>), 2012

Il ciclo congiunturale negativo alimenta un noto e perverso circolo vizioso, ormai evidente soprattutto nell'Europa occidentale, in cui:

- **le banche** (peraltro esentate dalle norme restrittive sul ROL) contabilizzano perdite negli impieghi, per le sofferenze della clientela (che fatica a rimborsare interessi e rate capitale), e negli investimenti in titoli, assottigliando pericolosamente il patrimonio di vigilanza, reso più stringente in previsione di Basilea 3 e costoso da ricostituire, a causa di un più elevato *cost of equity*; di conseguenza, pongono in essere strategie di *deleveraging*, non potendo contare su un mercato interbancario ridotto al lumicino (perché le banche non si fidano più delle banche), contraendo i prestiti e rendendoli più onerosi;
- **gli Stati** soffrono deficit e debiti pubblici cumulati crescenti, a causa delle minori entrate fiscali e dell'accresciuto costo del debito, interagendo con le banche, contagiate dal cattivo andamento dei titoli pubblici, con conseguente contabilizzazione di perdite, che alimentano il citato *deleveraging*, e a loro volta oggetto di contagio di banche decotte che devono essere salvate, in ultima istanza, con pubblici denari; aumentando le tasse per ripianare il debito pubblico, si drenano preziose risorse all'economia reale;
- **i mercati azionari** trasmettono il contagio in tempo reale (come si è visto anche con la crisi dei mutui *subprime*), con effetti spesso depressivi sui corsi azionari, erodendo l'attivo delle banche che investono in titoli quotati ed essendo influenzati dalla stessa capitalizzazione delle banche, di norma con un peso rilevante nei listini; la quotazione è un'alternativa all'indebitamento bancario, soprattutto nei paesi anglosassoni, anche se il *mood* non incentiva al momento il *listing* di nuove società;
- **le imprese** sono a pieno titolo inserite nel circolo vizioso, subendolo (con il *capital rationing* e l'incremento degli interessi passivi) e alimentandolo, con una crescita della *delinquency* causata da margini economici e finanziari sempre più ridotti, che assottigliano pericolosamente i mezzi propri (facendo esplodere *leverage* e interessi, con un effetto indotto sul ROL), fino al punto di spingerle verso scenari di *equity burn out*.

La spirale negativa sopra sinteticamente descritta, ha un duplice impatto negativo sul rapporto ROL/interessi passivi netti, incrementando in presa diretta l'onerosità del denominatore ma anche ostacolando la crescita del ROL, che già soffre una situazione economica recessiva. Ciò si riflette, inevitabilmente, sia sui parametri contabili di bilancio (espres-

si dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dal rendiconto finanziario), sia – conseguentemente – in ambito impositivo, anche con riguardo alla (in)deducibilità degli interessi passivi.

3. Il ciclo economico-finanziario-patrimoniale integrato

La rappresentazione contabile dell'andamento delle imprese merita qualche approfondimento, anche perché sono esse l'oggetto delle norme fiscali restrittive in tema di ROL, che prendono le mosse da dati contabili di conto economico.

Come anticipato, ciò che rileva, nel caso di specie, è il rapporto tra ROL e interessi passivi (netti), sanzionato dall'indeducibilità fiscale, se eccedente il limite del 30 %, fatte salve le possibilità di riporto in esercizi successivi, comunque subordinate a un *turnaround* che non sempre ha successo e che è reso più improbabile dall'eccezionale durata della crisi recessiva.

La problematica può essere affrontata, a livello metodologico e paradigmatico, con un approccio contabile, che collega lo stato patrimoniale (ove si contabilizza il debito verso banche, che genera interessi passivi) con il conto economico, in cui sono presenti il ROL e gli interessi passivi e, in via complementare, il rendiconto finanziario che riporta i flussi di cassa, sia a livello di ROL / MOL (espressione della liquidità generata dalla gestione operativa), sia a livello di servizio del debito (pagamento degli interessi e rimborso del capitale). Il ciclo patrimoniale – economico – finanziario che influenza il rapporto ROL / interessi passivi è così graficamente sintetizzabile:

Dal grafico sopra riportato, si evince che il punto di partenza per interpretare le (non banali) relazioni causali patrimoniali-economico-finanziarie, è dato dal reperimento delle risorse finanziarie (fonti o capitale raccolto), tra cui rileva in particolare l'indebitamento bancario, poi impiegate in attività circolanti e immobilizzate, che a loro volta generano ricavi e ROL, auspicabilmente con un'ottimizzazione dell'output per unità di input, che è alla base della produttività, vera spia delle difficoltà italiane negli ultimi decenni.

Orbene, la "torta" espressa dai debiti finanziari copre e finanzia la "torta" impieghi in attività, generando ricavi imponibili, a partire dalle vendite, che creano una nuova "torta", a livello di conto economico.

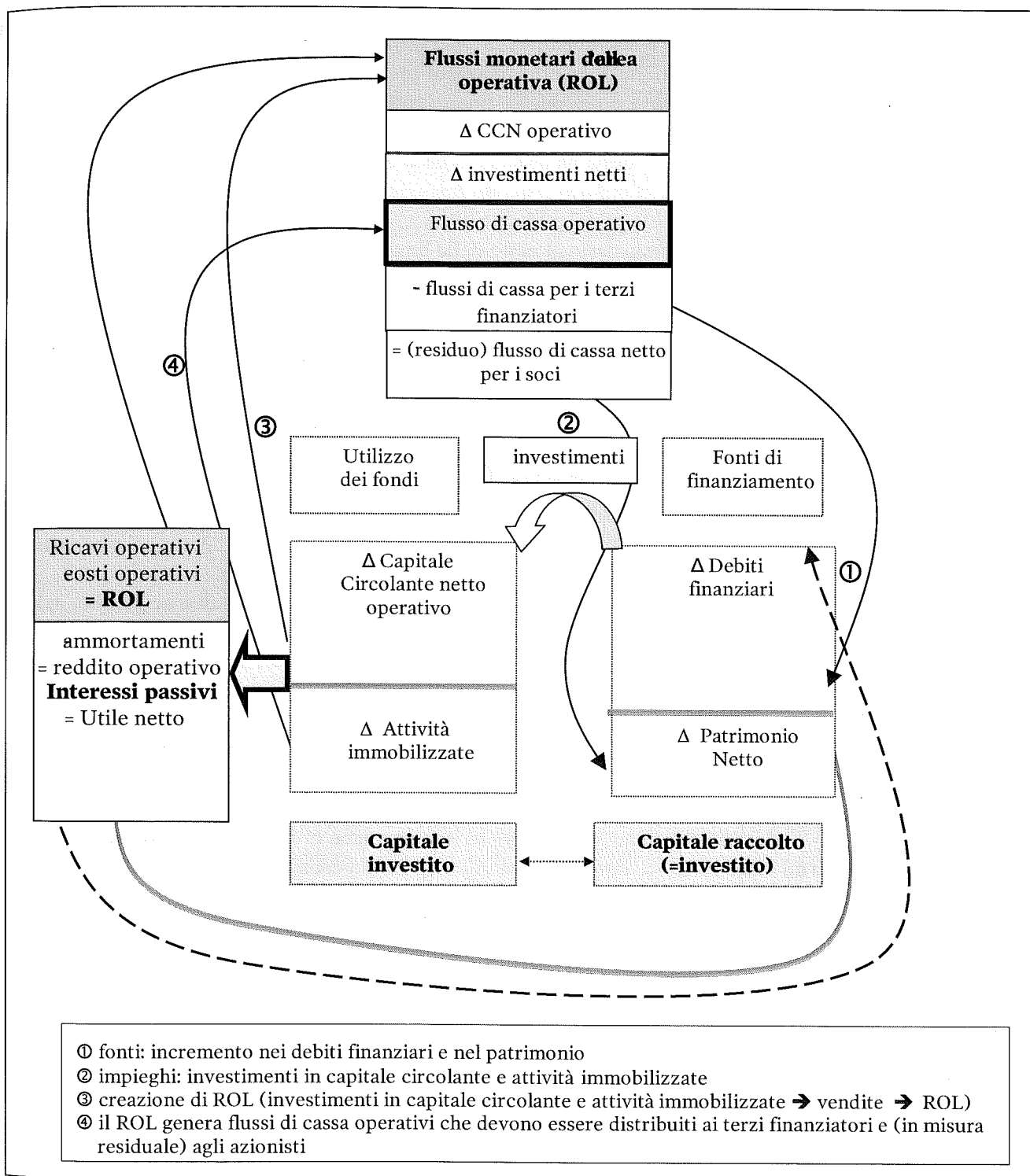
A questo punto, bisogna tagliare le "fette" a favore degli *stakeholders*, tra cui rilevano, come *first claimants*, i creditori privilegiati (anche le banche, nella misura in cui i loro crediti sono garantiti), poi gli altri creditori (tra cui le banche, per i normali affidamenti) e da ultimo, residualmente, i sottoscrittori di capitale di rischio. In questa ben nota catena, che ha riflessi anche finanziari (in cui rileva la creazione di ROL economico-finanziario, per poi ripagare anche le quote interessi e capitale del debito), si inseriscono le difficoltà delle imprese, che da congiunturali stanno diventando strutturali.

Il primo problema, seguendo lo schema interpretativo sopra graficamente illustrato, nasce a livello di raccolta di risorse finanziarie.

Seguendo la nota *Pecking Order Hypothesis*¹⁴, le imprese e i loro managers, asimmetricamente più informati rispetto agli *stakeholders* esterni, ricorrono dapprima all'autofinanziamento, poi emettono debito via via più rischioso e, se ancora necessario, da ultimo aumentano il capitale.

¹⁴ Si veda C. MYERS STEWART, NICHOLAS S. MAJLUF, (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics*: 187-221.

Figura 4 – Interazione tra consistenze patrimoniali, flussi economici e flussi finanziari



Orbene, nell'attuale crisi recessiva a W, l'autofinanziamento si sta prosciugando, il ricorso al debito è più difficile e costoso e l'aumento di capitale è ostacolato da minori disponibilità in capo agli azionisti, anche in termini di aspettative. Piove, insomma, sul bagnato, e la prociclicità di una normativa fiscale miope e repressiva, poco rispettosa dell'effettiva "capacità contributiva" (ex art. 53 C.), di certo non aiuta.

4. Costo del debito, *duration* e strategie di *asset & liability management*

Il costo del debito e il suo impatto sul ROL, attraverso il confronto parametrico con gli interessi passivi netti, deve essere analizzato prendendo le mosse dal sistema contabile integrato patrimoniale - economico - finanziario, ma anche dalla natura macroeconomica e di mercato dei tassi d'interesse, che rappresentano variabili esogene all'impresa, che può soltanto subirne l'entità. La genesi del problema è evidenziabile a livello di stato patrimoniale, in cui si contabilizza il debito finanziario da cui scaturiscono gli interessi passivi rilevanti ai fini del test di (in)deducibilità. Ciò che deve opportunamente essere considerato è il debito finanziario al netto della liquidità e dei crediti finanziari, cioè la *posizione finanziaria netta*, perché è da tale complessivo aggregato che scaturiscono gli oneri finanziari *al netto* dei proventi, cioè il parametro qui rilevante.

Nell'attuale contesto recessivo, il costo del debito cresce non solo a livello quantitativo, ma anche con una surrettizia ricomposizione qualitativa, che irrigidisce la struttura finanziaria delle imprese, non sempre consapevoli delle conseguenze che ne derivano.

Se in condizioni normali i tassi d'interesse base (ad es. tassi Euribor¹⁵, dipendenti dalla politica monetaria della BCE) sono spesso più elevati degli spread che remunerano il rischio di credito, negli ultimi anni le proporzioni si sono ampiamente rovesciate, con tassi base ai minimi storici, frutto di una politica monetaria antirecessiva¹⁶, controbilanciati da spread particolarmente elevati, che evidenziano il rischio crescente d'impresa e il ribaltamento sulla stessa di problemi intrinseci delle banche, sopra sinteticamente richiamati.

La crescente componente fissa dei tassi d'interesse aumenta la *duration* del debito, irrigidendone la sensibilità rispetto a variazioni dei tassi di mercato; tutto ciò in capo ad imprese tipicamente poco attrezzate a porre in essere strategie di immunizzazione e copertura, a differenza delle banche per i quali gli swap fisso / variabile rappresentano una routinaria attività di *core business*. Ne deriva un impatto sull'entità dei tassi d'interesse passivi, che s'irrigidiscono anche rispetto al ROL, con una volatilità che tende ad aumentare, con crescenti possibilità che l'entità del ROL si posizioni, anche in modo non contingente, sotto il punto di *break-even* fiscale, con un'asticella posizionata a uno sfidante 30 %.

Le considerazioni in tema di *duration* meritano qualche breve approfondimento, prodromico all'illustrazione di strategie base di *asset & liability management*, a presidio di un'immunizzazione di portafoglio (espressa dal differenziale tra attività e passività) che riduce l'esposizione ai tassi di mercato.

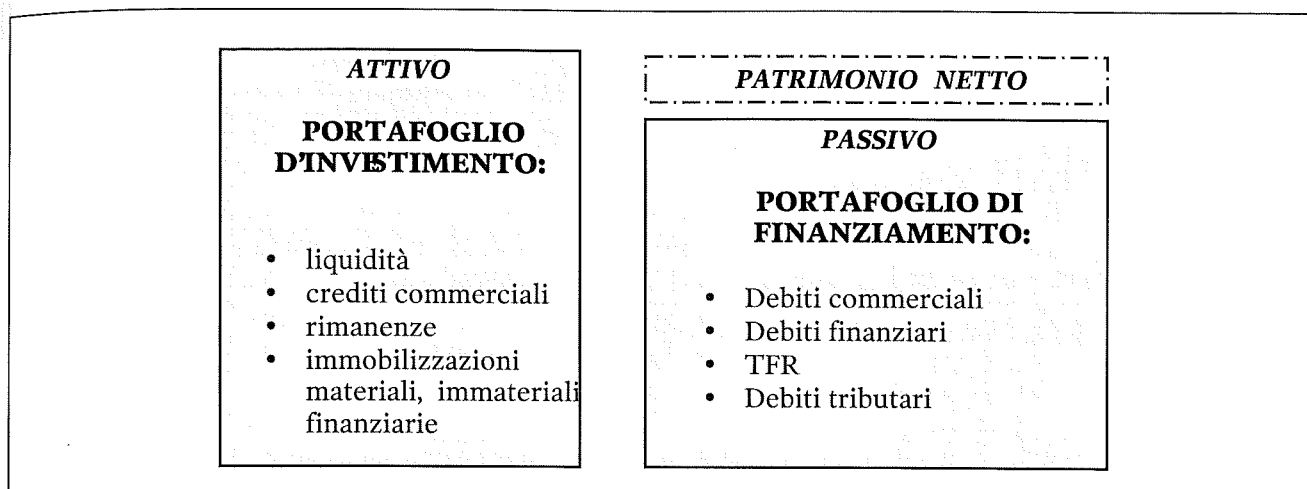
Nelle imprese rileva, infatti, non solo la crescente rigidità del debito di fronte a scenari di volatilità dei tassi d'interesse di mercato, ma anche la scarsa elasticità tipica di molte strutture dell'attivo, che crea un *mismatching* tra attività e passività, asincrone e mal coordinate e quindi intrinsecamente più esposte al rischio tasso, con rilevanti conseguenze, anche di carattere fiscale.

La rilevanza dei parametri di sensibilità può essere anche osservata nell'analisi di un portafoglio d'intermediazione, rappresentato nella figura 5. e composto sia da attività sia da passività in cui l'operatore voglia immunizzarsi, ossia eliminare o ridurre il rischio di tasso d'interesse.

¹⁵ <http://www.euribor.it/>

¹⁶ L'inusitato ribasso dei tassi da parte della BCE, nel non facile tentativo di rilanciare l'economia, non è privo di effetti collaterali, riferibili non tanto ai timori di una ripresa dell'inflazione tenuta a bada dalla debolezza della domanda, quanto piuttosto alla circostanza che ulteriori manovre antirecessive sono difficilmente configurabili, con tassi ormai prossimi a zero. La BCE ha quindi sparato quasi tutte le cartucce a disposizione e vi è chi teme una sorte di "sindrome giapponese", memore dell'esempio del Sol Levante, caratterizzato da un'economia in crisi da oltre venti anni, che la locale banca centrale non è mai riuscita a rianimare, nonostante un livello di tassi ai minimi storici.

Figura 5 – Portafoglio di finanziamento e investimento



L'immunizzazione di portafoglio è una strategia che consiste nella formazione di un portafoglio di attività la cui *duration* sia corrispondente alla *duration* media dei flussi di debito con scadenza futura. Le procedure d'immunizzazione sono mirate a ottenere portafogli di titoli il cui rendimento effettivo sia invariante rispetto ai mutamenti dei tassi di mercato in uno specifico orizzonte d'investimento; esse tendono pertanto a garantire la realizzazione del tasso di rendimento atteso al momento dell'acquisto.

5. Alcune evidenze empiriche

Al fine di reperire alcuni dati empirici, si è consultato il database MBRES dell'Ufficio Studi Mediobanca, esaminando il campione dei "Dati cumulativi di società italiane"¹⁷. Trattasi di un'indagine annuale sui dati cumulativi delle principali società italiane (ultima edizione, agosto 2012), che rappresentano il 51% del fatturato delle imprese manifatturiere con più di 20 addetti¹⁸. Ove si considerassero campioni rappresentativi di PMI¹⁹, i parametri, in particolare se relativi al peso dell'indebitamento, sarebbero presumibilmente diversi, manifestando elementi di ulteriore criticità rispetto alle imprese più strutturate, tradizionalmente caratterizzate da una più elevata capacità d'indebitamento.

I dati cumulativi dell'intero campione dimostrano che, per la generalità media delle imprese, le norme in tema d'indeducibilità degli interessi passivi sono ben lungi dal rappresentare un problema:

¹⁷ <http://www.mbres.it/it/publications/financial-aggregates-italian-companies>.

¹⁸ Sono compresi anche dati delle principali società operanti nei settori dei Servizi pubblici, dei Trasporti e della Distribuzione. Sono elaborati dati aggregati sui conti economici, sugli stati patrimoniali e su altre principali grandezze (investimenti, aumenti di capitale, dividendi, esportazioni, forza lavoro, ecc.). Gli aggregati sono disponibili per proprietà (imprese pubbliche e private, società a controllo estero), dimensione (medie imprese) e settore di attività. Gli esercizi considerati sono quelli dal 2002 al 2011. Per 980 società sono fornite le statistiche storiche con dati dal 1968.

¹⁹ Utilizzando dati Cerved, Centrale dei Bilanci ...

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MOL	58,647,311	63,783,117	70,509,835	69,594,011	71,631,977	76,195,125	71,392,281	63,023,908	66,087,269	64,206,871
Oneri finanziari netti	-688,968	-1,484,098	-1,628,075	-1,007,075	2,660,574	1,958,757	-697,360	910,326	7,345,253	2,069,230
Oneri finanziari netti/MOL	-1.17%	-2.33%	-2.31%	-1.45%	3.71%	2.57%	-0.98%	1.44%	11.11%	3.22%

Tabella 1 – ROL e interessi passivi – Dati cumulativi di 2032 imprese (2002-2011)

L'evidenza dei dati cumulati dell'intero campione è confermata anche focalizzando l'analisi sulle aziende con risultati costantemente positivi o in pareggio, come evidenziato nella tabella 2.

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MOL	30,147,486	33,463,280	35,303,074	35,680,404	36,332,097	38,960,789	37,420,147	36,404,471	35,682,785	35,239,153
Oneri finanziari netti	1,834,659	1,642,770	1,242,715	2,743,842	4,548,872	3,652,160	3,994,090	2,766,635	6,242,025	4,826,996
Oneri finanziari netti/MOL	6.09%	4.91%	3.52%	7.69%	12.52%	9.37%	10.67%	7.60%	17.49%	13.70%

Tabella 2 – ROL e interessi passivi - Dati cumulativi di imprese con risultati costantemente positivi o in pareggio (2002-2011)

Per le aziende con risultati costantemente negativi, gli oneri finanziari poco sorprendentemente risultano difficilmente recuperabili dal punto di vista fiscale. Infatti, le aziende con risultati costantemente negativi, difficilmente riescono a beneficiare della possibilità concessa, con apparente generosità, di riportare in avanti, senza limiti di tempo, gli interessi temporaneamente indeducibili. Tale evidenza è fornita, ad esempio, dai dati riportati nella tabella 3.

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MOL	-364,838	-310,481	-196,674	-841,111	-817,041	-458,319	-259,155	-581,988	-212,025	-732,577
Oneri finanziari netti	1,834,659	1,642,770	1,242,715	2,743,842	4,548,872	3,652,160	3,994,090	2,766,635	6,242,025	4,826,996
Oneri finanziari netti/MOL	-502.87%	-529.10%	-631.87%	-326.22%	-556.75%	-796.86%	-1541.20%	-475.38%	-2944.00%	-658.91%

Tabella 3 – ROL e interessi passivi – Dati cumulativi di imprese con risultati costantemente negativi (2002-2011)

I dati cumulativi relativi al campione Mediobanca evidenziano anche l'entità della posizione finanziaria netta (PFN) e la sua contrapposizione rispetto alle attività totali (capitale investito), contabilmente bilanciante rispetto al passivo e netto (capitale raccolto), in cui è ricompresa anche una PFN (tradizionalmente) a debito.

La disaggregazione dei dati, associata a parametri macroeconomici (anzitutto i tassi d'interesse di mercato, fissi e variabili, suddivisi per scadenza) consentirebbe ulteriori approfondimenti in tema di impatto della duration sulla componente fissa e variabile dei tassi, anche in funzione della composizione dell'attivo (in cui il circolante ha un'elasticità rispetto ai tassi d'interesse intuitivamente assai più elevata rispetto alle immobilizzazioni); tale analisi esula peraltro dalla portata del presente studio e potrà costituire uno spunto per nuovi filoni interdisciplinari di ricerca.

Nelle tabelle sotto riportate, da 4 a 6, si riportano gli aggregati fondamentali delle attività e passività del campione, da esaminare anche congiuntamente agli indicatori economici qui considerati: il ROL e gli oneri finanziari netti. Se il legame tra oneri finanziari netti e PFN è immediato e intuitivo (la "fetta" rispetto alla sua "torta"), quello tra ROL e attività / capitale investito o passività e netto / capitale raccolto è meno immediato, ma non per questo di minore importanza; giovi, a tal fine, un collegamento logico sequenziale con lo schema riportato nella Figura 4, da cui si evince che il capitale raccolto è prodromico all'impiego in capitale investito (attività), da cui promanano ricavi (espressi, marginalmente, anche dal ROL) che devono essere sufficienti per coprire i costi (nel nostro caso, ROL che rappresenti un multiplo di almeno 3,3 volte gli oneri finanziari netti) e per remunerare, anche finanziariamente, il servizio del debito, ritornando così al contesto originario (la raccolta di capitale, anche da terzi finanziatori).

I dati di stato patrimoniale (attività, passività e netto) sono corredati da due indicatori:

- Il rapporto PFN / patrimonio netto, che esprime il *leverage* (leva finanziaria), dalla cui entità dipende l'onerosità dell'indebitamento;
- Il rapporto PFN / MOL, che pone a confronto la PFN con il MOL/ROL, esprimendo un multiplo che può consentire di meglio interpretare il rapporto ROL / oneri finanziari netti, ove si consideri che gli oneri finanziari netti sono ontologicamente connessi alla PFN, rappresentandone la remunerazione.

I dati cumulativi di 2032 imprese evidenziano strutture patrimoniali equilibrate, con un rapporto di indebitamento (PFN/PN) medio nel periodo considerato (dal 2002 al 2011) di 0,68% e il ratio PFN/MOL compreso tra 2,5x e 4,5x.

Se il campione è invece riferito a imprese con risultati costantemente positivi o in pareggio la solidità poco sorprendentemente migliora, con un rapporto di indebitamento (PFN/PN) medio nel periodo considerato di 0,56% e il *ratio* PFN/MOL compreso tra 1,5x e 3,0x.

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATTIVO IMMOB. NETTO	386,463,511	415,154,382	438,497,845	513,963,529	519,871,665	569,422,655	600,270,415	589,661,860	595,159,273	599,274,179
ATTIVO CORRENTE	270,455,451	271,140,185	286,403,302	299,979,828	305,931,894	327,008,009	332,915,037	322,311,889	339,434,352	357,489,552
ATTIVO FISSO + CORRENTE	656,918,962	686,294,567	724,901,147	813,943,357	825,803,559	896,430,664	933,185,452	911,973,749	934,593,625	956,763,731
PATRIMONIO NETTO	250,598,994	267,269,183	290,213,198	343,514,943	347,252,112	356,917,290	367,108,903	358,291,774	374,219,927	367,259,151
POSIZIONE FINANZ. NETTA	169,126,337	183,255,693	185,276,364	206,013,155	200,187,842	249,060,176	268,656,229	268,911,271	263,622,361	272,857,408
PASSIVITA' CORRENTI	182,854,721	183,951,356	192,683,017	199,856,204	212,811,347	227,676,702	239,781,670	226,542,443	239,663,257	258,501,951
Fondi e TFR	54,338,910	51,818,335	56,728,568	64,559,055	65,552,258	62,776,496	57,638,650	58,228,261	57,088,080	58,145,221
TOTALE	656,918,962	686,294,567	724,901,147	813,943,357	825,803,559	896,430,664	933,185,452	911,973,749	934,593,625	956,763,731
RAPPORTO PFNIPN	0.67	0.69	0.64	0.60	0.58	0.70	0.73	0.75	0.70	0.74
RAPPORTO PFNIMOL	2.88	2.87	2.63	2.96	2.79	3.27	3.76	4.27	3.99	4.25

Tabella 4 - Stato patrimoniale – Dati cumulativi di 2032 imprese (2002-2011)

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATTIVO IMMOB. NETTO	128,982,269	153,445,867	165,507,235	176,351,826	178,306,796	216,626,801	231,524,381	244,353,414	243,907,102	252,825,795
ATTIVO CORRENTE	96,327,117	97,855,375	108,523,857	113,605,207	114,143,518	127,835,822	130,218,176	127,558,323	134,143,618	147,343,673
ATTIVO FISSO + CORRENTE	225,309,386	251,301,242	274,031,092	289,957,033	292,450,314	344,462,623	361,742,557	371,911,737	378,050,720	400,169,468
PATRIMONIO NETTO	100,316,100	113,038,622	130,301,989	138,965,444	134,852,737	141,081,799	141,245,342	158,717,138	166,130,673	169,904,258
POSIZIONE FINANZ. NETTA	47,350,195	58,139,468	56,673,844	56,417,786	56,728,599	100,979,993	109,237,323	103,455,735	97,269,340	103,094,070
PASSIVITA' CORRENTI	63,081,776	65,020,818	68,032,368	70,621,848	75,311,532	78,927,008	90,979,283	86,041,626	91,231,293	103,803,530
Fondi e TFR	14,561,315	15,102,334	19,022,891	23,951,955	25,557,446	23,473,823	20,280,609	23,697,238	23,419,414	23,367,610
TOTALE	225,309,386	251,301,242	274,031,092	289,957,033	292,450,314	344,462,623	361,742,557	371,911,737	378,050,720	400,169,468
RAPPORTO PFNIPN	0.47	0.51	0.43	0.41	0.42	0.72	0.77	0.65	0.59	0.61
RAPPORTO PFNIMOL	1.57	1.74	1.61	1.58	1.56	2.59	2.92	2.84	2.73	2.93

Tabella 5 – Stato patrimoniale – Dati cumulativi di imprese con risultati costantemente positivi o in pareggio (2002-2011)

Riferendo da ultimo il campione a imprese con risultati costantemente negativi, i parametri ovviamente peggiorano, mettendo in evidenza uno scarso ricorso e accesso all'indebitamento finanziario.

Euro	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATTIVO IMMOB. NETTO	4,977,029	5,019,607	4,318,327	3,928,909	4,074,040	4,354,364	3,492,111	3,354,453	3,519,737	3,071,252
ATTIVO CORRENTE	4,820,234	4,787,724	4,896,957	4,617,666	4,636,963	4,380,001	4,255,114	4,248,267	4,089,706	4,074,399
ATTIVO FISSO + CORRENTE	9,797,263	9,807,331	9,215,284	8,546,575	8,711,003	8,734,365	7,747,225	7,602,720	7,609,443	7,145,651
PATRIMONIO NETTO	2,839,235	2,986,880	2,316,131	2,570,051	2,840,922	2,789,604	1,880,715	1,874,380	1,959,428	1,180,889
POSIZIONE FINANZ. NETTA	627,926	1,024,552	1,124,481	82,857	-330,375	-134,484	378,593	424,242	613,618	-404,169
PASSIVITA' CORRENTI	3,685,148	3,382,745	3,556,957	3,562,677	3,688,509	3,791,053	3,345,018	3,139,699	2,986,253	3,329,902
Fondi e TFR	2,644,954	2,413,154	2,217,715	2,330,990	2,511,947	2,288,192	2,142,899	2,164,399	2,050,144	3,039,029
TOTALE	9,797,263	9,807,331	9,215,284	8,546,575	8,711,003	8,734,365	7,747,225	7,602,720	7,609,443	7,145,651
RAPPORTO PFNIPN	0.22	0.34	0.49	0.03	-0.12	-0.05	0.20	0.23	0.31	-0.34
RAPPORTO PFNIMOL	-1.72	-3.30	-5.72	-0.10	0.40	0.29	-1.46	-0.73	-2.89	0.55

Tabella 6 – Stato patrimoniale – Dati cumulativi di imprese con risultati costantemente negativi (2002-2011)

Gli indicatori sintetici riprodotti nelle tabelle da 1 a 6 (oneri finanziari netti / MOL; leverage PFN / PN; PFN / MOL), si pongono in diretta relazione con alcuni indicatori di rating tradizionalmente utilizzati dalle banche nelle loro strategie di affidamento; un esempio di determinazione dello spread variabile, dipendente dall'andamento della società affidata, è il seguente:

Parametro	Società finanziariamente forte	Società finanziariamente in equilibrio	Società in tendenziale squilibrio finanziario	Società finanziariamente squilibrata, talora fino all'insolvenza
Leverage PFN / PN	D/E < 2	2 < D/E < 2,5	2,5 < D/E < 3,25	> 3,25
ROL / oneri finanziari netti	E/OF > 5	4 < E/OF < 5	3 < E/OF < 4	< 3
Spread applicato (basis points)	+ 300	+ 450	+ 600	Recesso dal contratto di finanziamento

Tabella 7 – Spread applicati dalle banche in funzione dei parametri economico-finanziari

Anche da ciò si denota una curiosa e miope *liason* tra fisco e banche, che rischia di strangolare i comuni clienti.

6. L'insostenibile pesantezza del fisco

Nell'ambito delle poste fiscalmente deducibili, gli interessi passivi convivono e ... compe-tono con altri costi, spesso rilevanti anche ai fini IRAP, tra cui il costo del lavoro e gli am-mortamenti, particolarmente consistenti in imprese rispettivamente *labour* o *capital intensi-ve*. Nella misura in cui gli investimenti in immobilizzazioni e/o capitale umano, meritevo-li d'essere incentivati come poche altre cose al mondo, sono finanziati da debito produt-tivo d'interessi passivi potenzialmente indeducibili, a causa delle restrizioni in tema di ROL, le misure fiscali rappresentano un pericoloso effetto *boomerang*, che disincentiva investi-menti e occupazione, già di per sé minata dal cuneo fiscale e altre zavorre.

Vi sono poi casi, paradossali ma non per questo infrequenti, in cui le imprese s'indebita-no per pagare le tasse, scontando di fatto una doppia imposizione, oppure perché incas-sano in ritardo crediti verso la pubblica amministrazione, immobilizzando il loro circo-lante.

Il pur lodevole obiettivo del legislatore d'incentivare la capitalizzazione delle imprese non può certo dirsi realizzato, anche per l'inconsapevole - ma non per questo meno infelice - collocamento temporale della norma fiscale restrittiva in tema d'interessi passivi, entra-ta in vigore poco prima della grande crisi.

Dall'altra parte, la penalizzazione delle aziende in perdita si fonda anche sul (non sempre condivisibile) orientamento del legislatore che il protrarsi nel tempo di un'attività costan-temente in perdita denoti *sic et simpliciter* situazioni prive di razionalità economica, prodromiche a comportamenti che possono sfociare nell'elusività o nel più recente controverso istituto dell'abuso del diritto; si vedano, a tal fine, le sempre più stringenti disposizioni a contrasto delle società ritenute non operative.

Urgono misure correttive anche in quest'ambito, seguendo l'esempio dell'ammorbidimen-to degli studi di settore, che si sono dovuti adeguare, *oborto collo*, a un contesto congiun-turale pervicacemente recessivo. Il rischio, in caso d'inattività, è quello di assistere a una moria di imprese che deriva anche dall'eccessivo ed iniquo carico fiscale, destinata a cau-sare un poco lungimirante assottigliamento della platea dei contribuenti.

La messa in sicurezza dei conti pubblici è obiettivo imprescindibile, da perseguire con co-stanza e lungimiranza, ma ciò presuppone, contrariamente a miopi scelte ideologiche di politica fiscale, un taglio della spesa pubblica improduttiva, piuttosto che un ulteriore, in-sostenibile, appesantimento recessivo del carico fiscale.

L'eliminazione *tout court* delle norme restrittive in tema di (in)deducibilità degli interessi passivi rappresenterebbe un atto di buon senso, con un sicuro ritorno anche in termini di gettito, avendo solo la pazienza di aspettare una ripresa che viceversa rischia di essere sof-focata anche da un'imposizione troppo elevata.