
Incentivi e strumenti di natura fiscale per la quotazione delle PMI

Il tentativo di promuovere la diffusione dell'accesso al mercato borsistico da parte delle PMI italiane non può non contemplare anche l'utilizzo della leva fiscale. Ciò tuttavia con un caveat: è dimostrato che lo strumento fiscale può accompagnare i processi economici, ma non ne può mai essere ragione sufficiente. Se lo fosse, saremmo nel campo dell'elusione di imposta, ove un atto economico trova preminente giustificazione nella ragion fiscale e non nel campo fisiologico delle scelte indotte da primarie motivazioni di tipo economico, finanziario, produttivo e di mercato.

L'aspetto di maggior delicatezza è qui costituito dai limiti che il trattato europeo pone alla libertà di azione degli Stati attraverso, in specie, la disciplina sugli aiuti di stato. (testo allegato)

Onde evitare che un pacchetto di aiuti sia censurato dalla Commissione europea, come è accaduto alla manovra del 2004, occorre ponderare attentamente le misure e inserirle nel campo delle deroghe discrezionali alla disciplina degli aiuti di stato.

E' da ritenere che incentivi diretti a favorire le PMI, attraverso la loro capitalizzazione, per il loro rafforzamento produttivo e di mercato e lo sviluppo dell'occupazione, possa essere accettato dalla Commissione in quanto rientrante nei programmi europei di favore a questo comparto del settore produttivo.

Gli incentivi dovrebbero servire ad abbassare il punto di trade off della decisione di quotarsi, almeno nella fase iniziale di lancio di un auspicato grande mercato del capitale di rischio della PMI italiana.

Molta importanza riveste il regime delle minusvalenze, forse un'importanza superiore a quello delle plusvalenze.

Sul piano delle coperture finanziarie, è da ritenere che i vantaggi indotti dalla creazione di un mercato borsistico delle PMI in termini di gettito aggiuntivo, per la moralizzazione dei comportamenti delle imprese che si quotano, la crescita dei loro fatturati e degli utili, la ricchezza indotta che procurerebbe sia in termini di occupazione che di sviluppo dei servizi professionali, siano di tale misura da ben più che ripagare l'eventuale perdita di gettito provocata dalla prima applicazione delle misure di incentivazione fiscale.

1. La tassazione attuale

1.1. Investitori residenti nel territorio dello Stato

I potenziali investitori sono costituiti sia da privati risparmiatori (persone fisiche soggette ad IRPEF o ad imposta sostitutiva), che da investitori professionali, quali imprese finanziarie, banche, assicurazioni, fondi di investimento e fondi pensione.

Passiamo in rassegna, sinteticamente, il regime fiscale di ciascuno di questi soggetti in relazione agli investimenti borsistici in società italiane.

Soggetti IRPEF non in regime d'impresa

Dividendi: gli utili derivanti dalle partecipazioni qualificate¹ sono imponibili per il 49,72% del loro ammontare (prelievo effettivo massimo del 21,38 oltre addizionali locali che lo portano intorno al 22%); i dividendi da partecipazioni non qualificate scontano una ritenuta secca del 12,5% sull'intero ammontare;

Plusvalenze: le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate sono imponibili per il 49,72% del loro ammontare, con una tassazione analoga a quella dei dividendi, mentre quelle derivanti da partecipazioni non qualificate scontano una imposta sostitutiva del 12,5% sull'intero ammontare.

Eventuali minusvalenze risultanti dalla cessione di partecipazioni sono riportabili nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quarto, e per "masse", ossia distinguendo quelle derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate da quelle derivanti dalla cessione di partecipazioni non qualificate.

Soggetti IRES (società finanziarie, banche, assicurazioni e società commerciali)

Dividendi: gli utili distribuiti in qualsiasi forma e sotto qualsiasi denominazione da società di capitali ed altri soggetti IRES residenti nel territorio dello Stato concorrono alla formazione del reddito imponibile limitatamente al 5% del loro ammontare;

Plusvalenze e minusvalenze: le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni sono imponibili per il 5% del loro ammontare se godono dei requisiti della c.d. *participation exemption*, il che accade se sono relative ad imprese commerciali residenti in Paesi a fiscalità non privilegiata, sono detenute per un determinato *holding period* e sono classificate in bilancio tra le immobilizzazioni finanziarie, e per il loro importo totale nel caso in cui tale agevolazione non si applichi (il che accade, per esempio, se la società partecipata è una immobiliare).

Le minusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni che hanno i requisiti PEX sono integralmente indeducibili.

Fondi mobiliari

I fondi mobiliari sono soggetti ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.

A tale titolo la società di gestione del fondo preleva un'imposta del 12,5% sul risultato della gestione maturato in ciascun anno.

Il risultato della gestione è dato, in sostanza, dall'incremento del valore del patrimonio netto del fondo registrato nel corso dell'anno; più precisamente il risultato della gestione si determina sottraendo dal valore del patrimonio netto alla fine dell'anno (al lordo dell'imposta sostitutiva accantonata, aumentato delle somme rimborsate e dei proventi eventualmente distribuiti nell'anno e diminuito delle sottoscrizioni effettuate) il valore del patrimonio all'inizio dell'anno, aumentato dei proventi derivanti dalla partecipazione ad organismi di investimento collettivo del risparmio soggetti ad imposizione sostitutiva, nonché dei proventi esenti e di quelli soggetti a ritenuta a titolo d'imposta.

¹ Sono qualificate le partecipazioni che rappresentano una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2% o al 20% ovvero una partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5% o al 25%, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni.

Quindi plusvalenze, minusvalenze o dividendi concorrono cumulativamente alla base imponibile del fondo su cui si applica il prelievo sostitutivo del 12,5%.

Sulla parte del risultato di gestione maturato in ciascun anno riferibile alle partecipazioni qualificate² l'imposta sostitutiva è applicata nella misura del 27%.

Fondi pensione

I rendimenti della gestione finanziaria conseguiti dal fondo pensione sono tassati a una aliquota lievemente più bassa di quella ordinaria dei fondi: 11% invece che 12,50%.

1.2. Investitori non residenti nel territorio dello Stato

Soggetti IRPEF non in regime d'impresa

Dividendi: sugli utili corrisposti a soggetti non residenti si applica una ritenuta a titolo d'imposta del 27%, a prescindere dalla circostanza che si tratti di utili relativi a partecipazioni qualificate o meno e dalla natura del soggetto non residente.

L'aliquota della ritenuta è ridotta al 12,50% per gli utili pagati agli azionisti di risparmio.

Plusvalenze: le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni non qualificate e non negoziate nei mercati regolamentati, ovunque detenute e da partecipazioni non qualificate, negoziate e non nei mercati regolamentati, qualora esse siano detenute in un soggetto residente in uno Stato che non preveda lo scambio di informazioni con l'Italia, scontano l'imposta sostitutiva del 12,50%:

Invece, sulle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate negoziate e non nei mercati regolamentati, ovunque detenute si applica l'imposta ordinaria sul 49,72% del loro ammontare.

Soggetti IRES (società finanziarie, banche, assicurazioni e società commerciali)

Dividendi: ai dividendi corrisposti alle società e agli enti soggetti ad un'imposta sul reddito delle società negli Stati membri UE e negli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, relazione a partecipazioni che non siano relative a stabili organizzazioni in Italia, si applica la ritenuta a titolo d'imposta dell'1,375%.

Al ricorrere dei requisiti previsti dalla Direttiva n. 435/90/CEE c.d. direttiva "madre-figlia", i dividendi erogati a società non residenti e derivanti da una partecipazione diretta non inferiore al 20% della società italiana non scontano alcuna ritenuta alla fonte.

Plusvalenze: quelle realizzate su partecipazioni relative ad stabile organizzazione del soggetto estero in Italia concorrono a formare il reddito d'impresa della stessa secondo le regole dettate per le società residenti.

Invece, quelle realizzate al di fuori della stabile organizzazione hanno natura di "redditi diversi" e pertanto esse scontano l'imposta sostitutiva del 12,50%.

Resta, comunque, salva la possibilità di applicare le convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni che potrebbero escludere le plusvalenze dalla tassazione.

Fondi pensione

Dividendi: Sugli utili corrisposti ai fondi pensione istituiti negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo si applica una ritenuta a titolo d'imposta dell'11%.

² Per partecipazioni qualificate devono intendersi le partecipazioni al capitale o al patrimonio con diritto di voto delle società per azioni residenti o non residenti nel territorio dello Stato superiori al 10% per le partecipazioni quotate in mercati regolamentati, ovvero al 50% negli altri casi.

2. UN POSSIBILE QUADRO DI AGEVOLAZIONI FISCALI

2.1. La normativa sugli aiuti di stato

Il problema chiave in cui si imbatte il Legislatore italiano nell'accordare un regime fiscale di vantaggio alle imprese che intendano quotarsi (e ai relativi investitori, se questi sono imprese) è costituito dalla sua compatibilità con la disciplina sugli aiuti di stato di fonte comunitaria³.

Si ricorderà come il "premio di quotazione" contenuto nel collegato alla legge finanziaria per l'anno 2004 (art. 11 del D.L. n. 269 del 30 settembre 2003) sia stato giudicato dalla Commissione europea incompatibile con tale disciplina. Tale norma prevedeva per le società ammesse alla quotazione l'applicazione dell'imposta sul reddito con un'aliquota ridotta al 20% per il periodo d'imposta nel corso del quale era disposta la stessa e per i due periodi d'imposta successivi, il tutto con le seguenti condizioni e limiti:

- a) che le azioni della società quotanda non fossero già state precedentemente negoziate in un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione Europea (premio di prima quotazione);
- b) la società stessa effettuasse, al fine di ottenere l'ammissione alla quotazione, un'offerta di sottoscrizione di proprie azioni che desse luogo ad un incremento del proprio patrimonio netto non inferiore al 15% del patrimonio netto risultante dal bilancio relativo all'esercizio precedente a quello di inizio dell'offerta, al netto dell'utile di esercizio (soglia di rilevanza dell'OPS);
- c) infine, che il reddito complessivo netto dichiarato assoggettabile ad aliquota ridotta del 20% fosse non superiore a 30 milioni di euro.

Orbene, la Commissione europea con decisione 2004/C221/03 bocciò tale misura in quanto:

- i) conferiva un **vantaggio economico**, nella specie:
 - di un'imposta sui redditi ad aliquota ridotta del 20%, di cui indirettamente beneficiavano anche gli investitori, sotto specie di maggiori dividendi netti e profitti di maggior entità in caso di vendita dei titoli della società di nuova quotazione (punto 16);
 - della previsione di integrale deducibilità delle spese della quotazione, il che comporta una differenza tra il reddito imponibile e quello contabile al lordo delle imposte, e quindi l'applicazione di un'aliquota effettiva inferiore (punto 17);
- ii) **risultava discriminatorio** in quanto favoriva solo le imprese aventi sede in Italia, nonché, tra queste, solo le società ammesse alla quotazione e non anche quelle già quotate (punti 19 e 20) e solo nel corso di un breve periodo (punto 21 e 22), nonché solo a condizione che l'eventuale beneficiario aumenti il proprio capitale di un determinato ammontare (punto 23);
- iii) **implicava l'utilizzo di risorse statali** attraverso l'applicazione di un'aliquota d'imposta ridotta (punto 25);
- iv) **falsava la concorrenza sul mercato** dal momento che le società ammesse alla quotazione avrebbero avuto diritto a scontare un prelievo fiscale ridotto rispetto a quelle che avessero deciso di non quotarsi (punti 26 e 27).

Sempre in materia di aiuti di Stato, appare opportuno ricordare che lo stesso collegato alla legge finanziaria per l'anno 2004 (art. 12, co. 3, D.L. n. 269/2003) aveva introdotto l'applicazione di un'aliquota ridotta al 5% sui proventi derivanti dalle partecipazioni - assunte nell'esercizio di imprese commerciali - in luogo di quella

³ La disciplina comunitaria (art. 107, paragrafo 1 del Trattato sul funzionamento dell'UE) considera aiuto di stato ogni misura che: i) conferisce un vantaggio economico al beneficiario, falsando così la concorrenza tra gli Stati Membri; ii) è selettiva e favorisce soltanto talune imprese o talune produzioni, iii) è imputabile allo Stato o alle risorse statali; iv) falsa la concorrenza sul mercato.

ordinaria del 12,50% - in fondi mobiliari in cui non meno dei 2/3 dell'attivo fossero stati investiti in società di piccola e media capitalizzazione quotate in mercati regolamentati in Paesi UE.

In relazione all'adozione di tale misura la Commissione europea avviò un procedimento a carico dell'Italia per accertare se tale incentivo fosse o meno compatibile con le norme comunitarie dettate in materia di aiuti di Stato.

Con la decisione del 6 settembre 2005, n. 2006/638/CE la Commissione stabilì che l'agevolazione del 5% dovesse ritenersi un aiuto di Stato incompatibile con il mercato comune, ai sensi dell'art. 107 del Trattato UE.

La Commissione, infatti, evidenziò che tale misura:

- i) conferiva un **vantaggio selettivo agli strumenti degli investitori specializzati**, argomentando che:
 - gli strumenti di investimento sono considerati alla stregua di imprese ai sensi dell'articolo 107 del Trattato UE e possono pertanto beneficiare della riduzione dell'imposta prevista, in quanto o hanno forma societaria o costituiscono di per sé entità commerciali o sono patrimoni separati gestiti da imprese che competono nei mercati degli investitori (punti da 37 a 40);
 - pur non beneficiando direttamente della riduzione d'imposta accordata ai loro sottoscrittori, tali strumenti ricevono quantomeno un beneficio fiscale indiretto in quanto la riduzione fiscale sugli investimenti in strumenti specializzati spinge i sottoscrittori ad acquistare le loro quote, garantendo così una maggiore liquidità e redditi aggiuntivi sotto forma di commissioni di gestione e di sottoscrizione (punto 36);
- ii) **risultava discriminatorio** in quanto favoriva le società di piccola e media capitalizzazione le cui azioni sono detenute dagli strumenti di investimento specializzati (punti 42 e 43);
- iii) **implicava l'utilizzo di risorse statali** attraverso l'applicazione di un'aliquota d'imposta ridotta (punto 44);
- iv) **falsava la concorrenza sul mercato** dal momento che le società beneficiarie di tale agevolazione potevano operare in mercati internazionali e svolgere attività commerciali ed altre attività economiche in mercati caratterizzati da un'intensa concorrenza (punto 45).

Come è noto, la disciplina in materia di aiuti di stato contempla deroghe, e precisamente:

- i) deroghe *de iure*, tra le quale si possono ad esempio annoverare gli aiuti concessi ai singoli consumatori o quelli erogati in caso di calamità naturali;
- ii) e deroghe discrezionali, quali per esempio gli aiuti alle regioni svantaggiate o per ragioni economiche o per specifiche attività, gli aiuti erogati per un importante progetto europeo oppure a porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia dello Stato membro; aiuti destinati a promuovere lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche; aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio.

Non ricorrendo qui i presupposti per la ricorrenza delle deroghe *de iure*, si tratta di verificare se si possa rientrare in alcuna delle casistiche per le deroghe discrezionali.

La manovra dovrebbe essere rivolta a perseguire obiettivi già oggetto di politiche comunitarie. A tal riguardo, ferma la necessità di negoziare in via preventiva le misure con la Commissione europea, si potrebbe:

- i) circoscrivere l'agevolazione alle PMI di definizione comunitaria;
- ii) allo scopo di rafforzare la loro struttura patrimoniale e favorirne lo sviluppo;
- iii) e favorire così il mantenimento e l'innalzamento dei livelli occupazionali, della capacità produttiva, della presenza sui mercati, dei prodotti disponibili.

L'attuale congiuntura economico finanziaria e la restrizione del credito, acuita in prospettiva dall'avvento delle nuove regole bancarie fissate da Basilea 3, rendono vitale per una economia come quella italiana, storicamente caratterizzata da una sottocapitalizzazione delle imprese, favorire l'accesso delle imprese di piccola e media dimensione al capitale di rischio. Tale indirizzo non è in principio contrario alla politica comunitaria in materia di aiuti di stato come confermato dagli *Orientamenti comunitari in materia di aiuti di stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle PMI*, del 18 agosto 2006.

Ricordo che le PMI sono definite, su base comunitaria, come quelle imprese che occupano meno di 250 dipendenti e hanno un fatturato minore di 50 milioni o attivi minori di 43 milioni. .

Al riguardo, si dovrebbe dimostrare alla Commissione, sul piano statistico, la situazione di svantaggio competitivo sofferta dalle PMI italiane per effetto della loro cronica sottocapitalizzazione e della loro dipendenza dal capitale di prestito.

Naturalmente le agevolazioni fiscali dovrebbero essere orientate non alle operazioni di quotazione *tout court*, ma a quelle finalizzate ad un rafforzamento patrimoniale delle imprese quotate (ed essere quindi legate alla misura di tale rafforzamento). In questa prospettiva l'incentivo va oltre la quotazione in sé stessa, che diventa invece uno strumento per fare accedere le PMI a nuove fonti di equity. In sostanza dovrebbero essere favorite le società che collocano sul mercato azioni di nuova emissione (OPS), e non che vedono il realizzo delle azioni da parte dei loro precedenti azionisti (o comunque, la OPV non dovrebbe superare una soglia minoritaria, restando in ogni caso priva di incentivi), raccogliendo sul mercato fondi liquidi. Vanno invece esclusi aumenti di equity sottoscritti con conferimenti in natura: le riorganizzazioni aziendali hanno un proprio regime di incentivazione.

La norma non dovrebbe prevedere importi minimi né percentuali minime di aumento dell'equity onde evitare il rischio di essere identificata come misura selettiva; andrebbe invece prevista una soglia superata/sotto la quale l'Amministrazione finanziaria non può/può muovere un sindacato di elusività della quotazione, in quanto finalizzata prioritariamente ad accedere ai benefici fiscali di cui infra (ovvero sotto la quale l'accesso al regime agevolato è condizionato all'esito favorevole di una istanza di interpello da presentare in base ad un programma asseverato dal collegio sindacale e/o da un revisore contabile – nel qual caso andrebbe previsto un termine ridotto, 30 giorni prorogabile di 10 giorni in caso di istruttoria supplementare, per avere la risposta dall'Amministrazione onde non condizionare la quotazione). In questa prospettiva la soglia diventa un elemento per evitare usi abusivi, non commendevoli anche in una prospettiva comunitaria, del regime di incentivazione, e non per negare la quotazione *tout court*.

2.2. Un possibile quadro agevolatorio

Il complesso di agevolazioni dovrebbe agire su due livelli: le società quotanda da una parte e gli investitori finali (privati risparmiatori e fondi innanzitutto), dall'altro.

2.2.A) Imprese - Agevolazione calcolata sul capitale di rischio immesso in sede di prima quotazione, con un meccanismo simile alla DIT

L'agevolazione potrebbe essere costituita dalla sottoposizione del rendimento figurativo del capitale di rischio immesso in sede di quotazione ad una aliquota IRES agevolata (ad esempio pari alla metà della corrente) e senza vincoli di aliquota media.

Data la rischiosità dell'investimento, il rendimento figurativo deve essere di misura significativa, sulla linea dei rendimenti attesi dagli investitori di private equity per i loro investimenti: 15 - 25% su base annua anche differenziabili per settori o tipologia di impresa quotanda (per esempio il capitale per finanziare start up è soggetto ad un rischio superiore e quindi gli investitori hanno attese di rendimento superiore).

Così, ad esempio, se in un'IPO un'impresa raccoglie 10 milioni di capitale di rischio, un reddito figurativo corrispondente al rendimento stabilito applicato a detto capitale dovrebbe essere espunto dal reddito imponibile e assoggettato ad aliquota ridotta.

Tale misura dovrebbe perdurare per un adeguato periodo di tempo (5 anni o più) con meccanismi di tutela per l'effettiva fruizione dell'incentivo (carry forward senza limiti temporali e/o carry back nei periodi d'imposta successivi alla quotazione dei redditi suscettibili di tassazione ridotta e non fruibili nel periodo di maturazione).

Beninteso, per non incappare in censure comunitarie come accaduto in relazione al precedente premio di quotazione, si dovrebbe pensare ad un incentivo fiscale non limitato alle sole società residenti nel territorio dello Stato, ma esteso anche alle società straniere operanti in Italia con una stabile organizzazione/branch/filiale e anche se neo quotate all'estero.

Si potrebbe altresì estendere l'agevolazione alle successive immissioni di capitale di rischio perfezionate con il versamento da parte degli azionisti entro un termine (5 anni?) dalla quotazione, purché tali fondi possano qualificarsi alternativamente:

- come "capitale di espansione (expansion capital)" ai sensi dei citati Orientamenti comunitari in materia di promozione della raccolta del capitale di rischio delle PMI;
- come capitale destinato ad investimenti in partecipazioni di controllo o nell'acquisto diretto di aziende operative (i.e. non immobiliari) di imprese in difficoltà⁴ ovunque localizzate nella UE per tentare il loro risanamento.

2.2.B) Incentivi fiscali per gli investitori e i soggetti intermedi

Con riferimento agli investitori, le misure fiscali attraverso le quali si potrebbe cercare di incentivare l'investimento nelle società che intendono essere ammesse alla quotazione potrebbero essere di due tipi:

- i) il primo, immediato, e direttamente riferito all'immissione di capitale alla quotazione, quale per esempio la deduzione dalla rispettiva base imponibile di una data percentuale del capitale investito, stabilendo una soglia massima di applicazione della stessa. Andrebbe così concessa una sorta di "minusvalenza figurativa" sulle rispettive basi imponibili (simile ai meccanismi delle diverse agevolazioni c.d. "Tremonti") potenzialmente idonea a generare un risparmio fiscale nel breve termine e che costituirebbe una sorta di risk sharing (partecipazione al rischio) della fiscalità generale;
- ii) il secondo che inerisca ai dividendi derivanti dal capitale investito e dalle eventuali plusvalenze/minusvalenze che potrebbero derivare dalla cessione delle partecipazioni detenute.
 - A) Quanto ai dividendi, andrebbe previsto un significativo abbattimento (50%) del carico fiscale ordinario sugli stessi esigibile⁵, sia in capo agli azionisti (residenti e non residenti di qualsiasi natura giuridica) che, ove l'azionista sia una società di capitali (residente e non residente), anche alla successiva quota di utili da questa distribuiti e "provenienti" da dividendi/plusvalenze su azioni agevolate. Lo stesso potrebbe essere riconosciuto anche all'eventuale registrarsi di plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni, ma al ricorrere di determinati requisiti, quali per esempio la maturazione di un determinato "holding period" (e.g. 1 anno) per limitare operazioni speculative di breve termine;
 - B) Per gli azionisti persone fisiche, residenti e non residenti, andrebbe prevista l'esclusione di queste azioni dall'attivo ereditario, così parificandone il trattamento a quello dei titoli di Stato e senza porre requisiti ulteriori;

⁴ La nozione di impresa in difficoltà dovrebbe essere di matrice comunitaria (per esempio la nozione dettata al punto 2.1. degli Orientamenti comunitari sugli aiuti di stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà).

⁵ L'abbattimento sarà gestito in modo semplice e puntuale nel caso, ad esempio, delle persone fisiche in regime di dichiarazione o di risparmio amministrato (es dimezzando l'imposta sostitutiva del 12,5%), mentre richiederà meccanismi più articolati nel caso i dividendi concorrano ad un risultato "sintetico" (es, gestioni patrimoniali, fondi, società di capitali).

C) una significativa espansione sulle possibilità di utilizzo delle eventuali minusvalenze. Questo sul razionale che si tratta di investimenti con profili di rischio elevato, e quindi per gli investitori è rilevante, almeno quanto una riduzione del carico fiscale in uno scenario positivo, avere un trattamento migliorativo nel caso l'investimento non porti ai risultati auspicati. In questa prospettiva si avrebbe un secondo meccanismo di risk-sharing a carico della fiscalità generale. Attualmente le minusvalenze o le perdite cui le stesse concorrono sono spesso soggette, con regimi differenziati, a limiti quantitativi (indeducibilità delle minusvalenze su azioni che hanno maturato i requisiti PEX; utilizzo per distinte masse di redditi diversi in capo alle persone fisiche ecc.) e/o temporali (per esempio 4 anni per le persone fisiche, 5 per le società).

Andrebbero introdotte norme migliorative su ambo i profili, tempo vs deducibilità, se del caso condizionate ad un holding period⁶: a) prevedere che le minusvalenze sofferte (o la quota delle perdite ad esse imputabile, in via prioritaria) se non immediatamente utilizzabili in compensazione possano essere riportate senza limiti temporali (minusvalenze/perdite c.d. evergreen); b) rendere deducibili, in tutto o comunque in larga parte (95% simmetricamente alle plus pexabili), le minusvalenze altrimenti indeducibili dal reddito d'impresa in quanto maturate su partecipazioni "pexabili"; c) permettere alle persone fisiche e più in generale ai titolari di redditi diversi di utilizzare le minusvalenze su partecipazioni non qualificate anche in compensazione di plusvalenze qualificate per la quota imponibile (su partecipazioni detenute da un periodo minimo);

2.3. Profili temporali

Rilevanti appaiono i profili temporali, per dare modo al mercato, e alle PMI innanzitutto, di pianificare un proprio percorso volto alla quotazione/sviluppo, anche per limitare i rischi di eccezioni di incompatibilità del regime con le norme sugli aiuti di Stato (un lasso temporale breve appare destinato fatalmente ad un piccolo numero di imprese e quindi ad acquisire carattere selettivo).

Si possono ipotizzare due profili temporali essenziali:

- a) il termine entro cui la prima quotazione deve perfezionarsi: si ritiene opportuno un termine ampio, di medio-lungo termine (5-7 anni) dalla entrata in vigore delle disposizioni, caso mai graduando, superata una prima soglia di 3 o 4 anni comunque adeguata (anche in ragione della recente crisi), in modo decrescente le agevolazioni sub 2.2.A (società) e 2.2.B.ii.A) (incentivo per chi investe in fase di quotazione), senza invece segmentare il trattamento in capo agli investitori/sul mercato degli strumenti finanziari;
- b) il termine per gli incentivi societari sub 2.2.A deve garantire significative potenzialità, specie per le società più dinamiche e con migliori prospettive di crescita del reddito (da qui l'ipotesi di un periodo di 5 anni)

Per completezza di informazione alleghiamo l'Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives, studio commissionato nel settembre 2010, da The London Stock Exchange a Grant Thornton per analizzare il contributo di AIM all'economia inglese, ed il ruolo degli incentive fiscali nel processo di attrazione degli investitori verso il mercato delle PMI.

Il mercato AIM del London Stock Exchange attualmente genera un contributo, diretto ed indiretto, del PIL Inglese valutabile in 25 Miliardi di Sterline, ed un volano occupazionale di 250.000 posti di lavoro.

⁶ Ferme previsioni con carattere antielusivo specifico su operatori che ricorrano a schemi già noti di mero arbitraggio tra minusvalenze deducibili e dividendi non imponibili e/o di rinvio alla norma generale antielusiva (art. 37-bis DPR 600/1973).

Allegati:

Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives può essere scaricato all'indirizzo:

http://www.grant-thornton.co.uk/thinking_blogs/publications/economic_impact_of_aim_and_the.aspx

**Aiuti di Stato
(at. 107, Trattato per funzionamento dell'UE)**

Paragrafo 1:

Salvo deroghe contemplate dai trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidono sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza.

Paragrafo 2: (deroghe de iure)

Sono compatibili con il mercato interno:

- a) gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, a condizione che siano accordati senza discriminazioni determinate dall'origine dei prodotti;
- b) gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali;
- c) gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica federale di Germania che risentono della divisione della Germania, nella misura in cui sono necessari a compensare gli svantaggi economici provocati da tale divisione.

Paragrafo 3 (deroghe discrezionali)

Possono considerarsi compatibili con il mercato interno:

- a) gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso, oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione;
- b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro;
- c) gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse;
- d) gli aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio, quando non alterino le condizioni degli scambi e della concorrenza nell'Unione in misura contraria all'interesse comune;
- e) le altre categorie di aiuti, determinate con decisione del Consiglio, su proposta della Commissione.