

A.I.F.I.

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE DI RISCHIO

CAPITALE ISTITUZIONALE E LAVORO: UN NUOVO INCONTRO PER UN NUOVO PAESE

*Collana
Capitale di rischio
e impresa
Quaderno n. 4*



**GUERINI
E ASSOCIATI**

Parte IV

La fiscalità

Il quadro europeo: fiscalità per il capitale di rischio di *Fabio L. Sattin*

Questo mio intervento è diviso in tre parti: una prima parte tende a dare una veloce percezione delle dimensioni del settore del capitale di rischio in Europa; una seconda è volta a fornire un quadro generale a livello Europeo della fiscalità per il capitale di rischio ed una terza ed ultima è volta ad effettuare qualche paragone tra la realtà del nostro Paese e le tendenze internazionali.

Secondo le statistiche ufficiali redatte dalla *European Venture Capital Association*, l'associazione Europea che riunisce tutti i più importanti operatori europei nel capitale di rischio - oltre 300 - nel 1994 sono stati investiti in operazioni di *Venture Capital* 5.4 miliardi di ECU in 5.683 operazioni.

Le operazioni hanno avuto prevalentemente come oggetto interventi in società di medie e medio piccole dimensioni (oltre il 65% degli interventi è stato effettuato in aziende con meno di 99 dipendenti). Gli investimenti in società di nuovissima costituzione (*start up*) sono stati circa il 17% del totale e, a valore, le operazioni di buy-out (prevalentemente effettuate con il coinvolgimento del management - MBO) hanno assorbito oltre il 44.1% delle risorse investite.

Quest'ultimo dato basta da solo a dimostrare con chiarezza l'enorme importanza che le operazioni che vedono il management direttamente coinvolto nell'azionariato dell'impresa stanno avendo a livello comunitario.

In questo contesto l'Italia, seppure con notevoli miglioramenti, partecipa ancora in misura inferiore rispetto alle potenzialità ed alle caratteristiche della sua economia. Basti pensare che nel 1994 sono state effettuate nel nostro Paese solamente 273 operazioni contro le 2.265 della Gran Bretagna che ha notoriamente una dimensione economica, ad esempio in termini di PIL, equiparabile a quella italiana. Certo anche in Italia le cose stanno cambiando e gli operatori diventano sempre più numerosi e professionali, ma indubbiamente rimane ancora molta strada da fare ed i tempi per raggiungere il resto d'Europa, anche in questo caso, non possono essere molto lunghi.

Per sottolineare come il settore del capitale di rischio sia ritenuto in Europa di estrema e strategica importanza per lo sviluppo dell'economia e dell'imprenditorialità, la commissione CEE ha formalmente rilevato che:

a) il capitale di rischio (*venture capital*) può essere una soluzione valida e van-

taggiosa anche in termini di costi rispetto al ricorso al capitale di debito e allo spesso difficile reperimento di capitale proprio

- b) gli Stati membri nei quali si registrano i più elevati investimenti di capitale di rischio (Gran Bretagna e Francia) dispongono di strutture giuridiche specificamente adeguate a tali investimenti che soprattutto consentono:
- la trasparenza fiscale del fondo evitando ogni doppia imposizione e tassando i proventi soltanto in capo ai partecipanti che in tal modo possono dedurre direttamente dal reddito le perdite derivanti dagli investimenti nel fondo di capitale di rischio;
 - la responsabilità limitata degli investitori
- c) l'imposizione fiscale concernente i trasferimenti, le ristrutturazioni e le trasformazioni delle imprese è spesso così elevata da comprometterne la fattibilità, pur trattandosi di un aspetto altrettanto importante per l'economia europea che le misure volte ad incoraggiare la creazione di nuove imprese.

In merito a tali aspetti, la Commissione CEE ritiene che:

1. gli Stati membri possano trarre vantaggio dall'adozione di strutture giuridiche analoghe a quelle già operanti in Paesi come Gran Bretagna e Francia;
2. la trasparenza fiscale delle strutture utilizzate per i fondi in capitale di rischio debba essere oggetto di reciproco riconoscimento da parte degli Stati membri al fine di consentire la creazione di strutture paneuropee in grado di attirare capitale di rischio anche da Paesi terzi;
3. la stessa Commissione Cee debba elaborare un orientamento volto a limitare l'imposizione fiscale sulle successioni, sulle donazioni, nonché sulle ristrutturazioni in caso di prosecuzione dell'attività di impresa;
4. occorra introdurre il cosiddetto concetto Business Angel, sulla cui base gli utili derivanti da investimenti in azioni non quotate possono essere riportati a fini fiscali se reinvestiti in tali azioni.

Un aspetto di fondamentale importanza per lo sviluppo del settore del capitale di rischio riguarda la struttura fiscale ed in particolare il livello e le modalità di

tassazione dei *capital gain* e del reddito d'impresa.

Si veda ad esempio l'impatto dei provvedimenti legislativi sugli investimenti nel capitale di rischio negli Stati Uniti tra il 1958 ed il 1986.

Small Business Act 1958	Incremento della disponibilità di capitale di rischio per le PMI.
Employment Retirement Income Security Act, 1974	Scoraggiò gli investimenti ad alto rischio nei piani fiduciari di investimento.
1978 Revenue Act	Incentivazioni fiscali inerenti la tassazione dei <i>capital gain</i> negli investimenti azionari. I capitali raccolti ammontarono a 556 milioni di \$ rispetto all'anno precedente.
ERISA's "Prudent Man" Rule 1979	Chiarificarono le linee per la gestione degli investimenti dei fondi pensione consentendo investimenti a più elevato rischio.
Small Business Investment Incentive Act, 1980	Ridefinì le società di investimento come società di sviluppo delle imprese, eliminando l'obbligo di registrazione come consulente finanziario.
ERISA's "Safe Harbour" Regulation 1980	Stabilì che i gestori dei fondi non sarebbero più stati considerati fiduciari del patrimonio amministrato.
Economic Recovery Tax Act 1981	Diminuì l'aliquota di tassazione sui <i>capital gain</i> . La raccolta di capitale raddoppiò giungendo a 1,3 miliardi di \$ nel 1981.
Tax Reform Act of 1986	Riduzione degli incentivi a favore dei <i>capital gain</i> realizzati nel lungo periodo.

La tabella di seguito riportata, tratta da una ricerca che ha visto coinvolti i migliori fiscalisti internazionali, è purtroppo anche troppo esplicativa di come nel nostro Paese esistano tra le peggiori condizioni in Europa per lo sviluppo dell'attività di investimento nel capitale di rischio e probabilmente per lo sviluppo dell'attività imprenditoriale in generale.

Riepilogo della tassazione del reddito di impresa e dei capital gain nei principali Paesi europei.

	GRAN BRETAGNA	FRANCIA	GERMANIA	ITALIA
TASSAZIONE DEL REDDITO D'IMPRESA	33% Sia sul reddito ordinario sia sui capital gain. Se l'imponibile è inferiore alle £ 300.000 è il 25%, mentre fra le £ 300.000 e le £ 1,5 mil. l'aliquota è compresa fra il 25% e il 33%.	33,33%	30% sugli utili distribuiti e 45% sugli utili non distribuiti. Dal 1/1/1995 è prevista una tassa di solidarietà deducibile del 7,5% che porta quindi le aliquote al: 33% per gli utili dist. e 48,3% per gli utili non dist.	53,2%
TASSAZIONE DEI CAPITAL GAIN				
- PERSONE GIURIDICHE	Rientrano nella tassazione ordinaria (33%). E' prevista un'esenzione per i guadagni che recuperano semplicemente l'inflazione.	Rientrano nella tassazione ordinaria (33,33%). E' prevista una tassazione separata con aliquota del 19%, in caso di partecipazioni detenute per almeno 2 anni e la plusvalenza non è distribuita.	Rientrano nella tassazione ordinaria (33% o 48,3%). E' inoltre prevista una tassa municipale deducibile con un'aliquota fra il 17% ed il 21%.	Rientrano nella tassazione ordinaria (53,2%).
- PERSONE FISICHE	Tassazione fra il 25% e il 40% a seconda del reddito dichiarato.	Tassazione al 19,4%. Se la partecipazione è superiore al 25% la plusvalenza è tassata solo se supera i FF 336.700.	Tassati come reddito ordinario. Sono previste alcune agevolazioni, ma non per la cessione di partecipazioni qualificate.	Tassazione al 25% o ritenuta dell'1,5% sul prezzo se non è una partecipazione qualificata. Sono esenti i capital gain realizzati su titoli quotati.

segue

	SPAGNA	PORTOGALLO	DANIMARCA	OLANDA
TASSAZIONE DEL REDDITO D'IMPRESA	35%	36% In alcune regioni è prevista una tassa locale del 10%, portando quindi l'imposizione complessiva al 39,6%.	34%	40% fino a Dfl. 100.000 35% sulla parte residua
TASSAZIONE DEI CAPITAL GAIN				
- PERSONE GIURIDICHE	Rientrano nella tassazione ordinaria (35%).	Rientrano nella tassazione ordinaria (36%). In alcune regioni è prevista una tassa locale fino al 10% dell'imposta ordinaria corrisposta.	Rientrano nella tassazione ordinaria (34%) le partecipazioni cedute entro i tre anni dall'acquisto.	Rientrano nella tassazione ordinaria (40% o 35%). I capital gain sono invece esenti se la partecipazione è di almeno il 5% congiuntamente ad altri requisiti.
- PERSONE FISICHE	Tassazione far il 20% il 56%. Sono esenti i CG inferiori ai 500.000 PTS e quelli realizzati su titoli detenuti per più di 10 anni, se quotati, o 15 anni se non quotati.	Tassazione al 10%. Sono esenti i CG realizzati su azioni di SA detenute per più di 12 mesi.	Tassazione fino a un max del 58%. Se i titoli sono stati detenuti per più di 3 anni 30%. Esenti i CG su part. quotate inferiori ai 103.000 DKK detenute per più di 3 anni.	Nessuna tassazione. Tassazione al 20% nel caso di cessione in tutto o in parte di part. qualificate (33%) detenute negli ultimi 5 anni.

Fonte: EVCA TAX & LEGAL COMMITTEE, *Taxation of corporate profits, dividends and capital gain in Europe*, GIUGNO 1995.

Un altro settore di estrema importanza per lo sviluppo del capitale di rischio sono i fondi chiusi di investimento.

Solo in Inghilterra si formano ogni anno oltre 20 nuovi fondi chiusi di investimento con politiche di impiego (ed a volte anche di raccolta di fondi) tra loro estremamente diversificate. Ed è proprio nelle loro differenti specializzazioni e caratteristiche che si evidenzia ed esalta al massimo il loro supporto allo sviluppo di varie categorie di imprese che possono trovare, grazie appunto a detta diversificazione, il partner ideale in funzione delle proprie specifiche caratteristiche e stadio evolutivo.

Al fine di omogeneizzare al massimo lo sviluppo di questi strumenti, l'EVCA ha emanato, in relazione alle normative concernenti i fondi chiusi, le seguenti indicazioni agli stati membri.

In particolare, secondo l'EVCA, per potere correttamente funzionare, i fondi chiusi devono:

- ☐ Essere esenti da carichi fiscali a titolo di imposta
- ☐ Assicurare la trasparenza per i proventi (dividendi e capital gain)
- ☐ Avere una gestione semplice degli organi societari basata sul criterio della professionalità specifica nell'attività di Venture Capital e Private Equity
- ☐ Essere adatti (soprattutto fiscalmente) per qualsiasi tipo di investitore
 - Residente locale
 - Fondi pensione
 - Investitori esteri
- ☐ Poter essere collocati agli investitori più adatti
- ☐ Permettere la deduzione fiscale dei costi di gestione
- ☐ Consentire la definizione di adeguati sistemi premianti per i gestori

In sostanza - gli elementi "Portanti" devono essere:

- ☐ Trasparenza fiscale
- ☐ Flessibilità/semplificazione
- ☐ Professionalità specifica

Anche in questo senso, purtroppo, l'Italia sembra non solo avere completamente ignorato queste indicazioni ma ha addirittura preso, per alcuni importanti aspetti, posizioni diametralmente opposte che temo avranno, come

unico e triste effetto, quello di porre su un piano di minore competitività i nostri fondi rispetto a quelli degli altri paesi.

Nel caso dell'Italia, risulta quindi evidente che, se si vuole fare in modo che i nostri fondi siano competitivi con queglii degli altri paesi, la normativa (legge 344) deve necessariamente essere rivista sotto alcuni aspetti di particolare importanza. In particolare:

- *i gestori*: la maggioranza del consiglio di amministrazione della società di gestione deve, secondo l'attuale regolamentazione, provenire dal settore creditizio, finanziario o assicurativo, mentre nessun rilievo è riconosciuto a chi ha svolto attività nell'ambito industriale, e questa è un'impostazione profondamente sbagliata;
- *patrimonio della società di gestione*: il capitale sociale minimo deve essere di 5 miliardi di lire, oltre all'ammontare che deve essere obbligatoriamente investito nel fondo, pari ad almeno il 5%; in pratica, quindi, per lanciare un fondo di 100 miliardi di lire, la società di gestione deve disporre di capitali propri per 10 miliardi. Un capitale sociale elevato non è sinonimo di garanzia per il sottoscrittore tenuto conto del fatto che la vera garanzia è data dalla professionalità dei gestori. Tanto è vero che all'estero, quando richiesto, l'ammontare minimo è decisamente inferiore (in Francia non è previsto nessun ammontare minimo, mentre in Germania sono richiesti solo 2 milioni di marchi);
- *definizione di investitore istituzionale*: fra le categorie individuate dal Ministero del tesoro sono tali solo le società finanziarie tenute ad iscriversi nell'elenco speciale art. 107 del nuovo Testo Unico bancario¹, mentre dovrebbero essere inclusi tutti gli investitori istituzionali nel capitale di rischio, quali, ad esempio, i soggetti tenuti ad iscriversi nell'elenco generale ex art. 106;
- *obbligo di quotazione*: i fondi non riservati ad investitori istituzionali hanno l'obbligo di quotarsi entro 36 mesi dalla chiusura dell'offerta. All'estero la quotazione è facoltativa, quando prevista, e di fatto rara;

¹ Si tratta di società finanziarie nelle quali il rapporto tra indebitamento e patrimonio netto è uguale o superiore a 1 ed hanno un volume di attività finanziaria maggiore di 50 miliardi di lire, o quelle con un volume di attività superiore ai 500 miliardi di lire.

- *richiamo dei versamenti*: la società di gestione non può richiamare i capitali man mano che gli investimenti vengono effettuati (mentre quasi tutte le strutture straniere lo consentono) e non può distribuire ai sottoscrittori i proventi realizzati prima del quinto anno di vita. Tali limitazioni rischiano di abbattere consistentemente i ritorni per gli investitori (IRR), poiché le risorse potrebbero rimanere inutilizzate anche per periodi potenzialmente molto lunghi.
- *partecipazioni di maggioranza*: i fondi chiusi non possono acquisire partecipazioni di maggioranza, mentre all'estero tale prassi è consolidata;
- *concessione di finanziamenti e prestazione di garanzie*: il divieto assoluto per il fondo di concedere finanziamenti e prestare garanzie rappresenta un grosso ostacolo nelle operazioni di leverage buy-out. Alcune limitazioni possono essere condivise, ma l'impossibilità completa rischia di squalificare le strutture di diritto italiano a favore di quelle estere dove tale divieto, quando è posto, non ha carattere così restrittivo.
- *aspetti fiscali*: il regime fiscale dei fondi chiusi va rivisto sotto i seguenti aspetti:
 - assicurare la trasparenza fiscale del fondo² ;
 - eliminare l'inspiegabile norma che dispone l'indeducibilità degli interessi passivi fino a concorrenza dell'ammontare complessivo degli interessi e proventi del fondo, applicando all'investitore che esercita attività commerciale una tassazione superiore a quella ordinaria;
 - semplificare i complicatissimi meccanismi "anti elusivi" disposti a carico degli investitori che esercitano attività commerciali: una volta fissato il limite del 2% per la fruibilità dei benefici fiscali, non dovrebbero essere aggiunte altre disposizioni;
 - consentire la deducibilità dell'IVA.

Concluderei questo mio intervento con una considerazione di carattere generale: *un buon fisco fa buona finanza*.

² Il fondo è infatti soggetto a ritenute a titolo di imposta e non di acconto, oltre a pagare un'imposta sostitutiva pari allo 0,25% sul valore netto del fondo, riducibile allo 0,1% in casi particolari. Tale regime va contro il concetto di trasparenza fiscale che viene assicurato nella tassazione dei fondi di investimento negli altri Paesi.

E' assolutamente necessario, se vogliamo favorire lo sviluppo economico e sociale del nostro Paese, che venga sviluppata ed applicata una moderna teoria fiscale, strettamente correlata e coordinata con il sistema legislativo, che favorisca una maggiore presenza dei risparmiatori nel finanziamento dell'economia reale, in particolare a supporto dell'imprenditorialità, anche e soprattutto, quella di medie e piccole dimensioni, che rappresenta l'ossatura portante del nostro sistema economico.

Per farlo, con velocità, efficacia e completezza, basterebbe imparare, con intelligenza e magari migliorando, dalle esperienze degli altri Paesi: arrivare dopo, se non altro, ha questo vantaggio.

Per tentare il non facile riaggancio all'Europa, dobbiamo effettuare una svolta decisa verso meccanismi corretti di allocazione delle risorse, superando definitivamente un'economia di stampo oligarchico e feudale e smantellando definitivamente il capitalismo di Stato che ha caratterizzato e ancora caratterizza in modo abnorme la nostra società e la nostra economia. È quindi necessario percorrere con decisione una politica favorevole alla mobilità degli assetti proprietari, che consenta di realizzare:

- privatizzazioni;
- trasmissioni di impresa per facilitare il ricambio generazionale e imprenditoriale;
- razionalizzazioni e ristrutturazioni industriali;
- diffusione del capitale di rischio.

In tale processo si inserisce la necessità di prevedere mirate forme di coinvolgimento dei lavoratori, mobilitare risorse finanziarie attraverso un flessibile sistema di Investitori Istituzionali, arricchire il listino, in un contesto di trasparenza e di seria responsabilità.

Saggi di:

Guido Baglioni
Piero Bassetti
Franco Bonelli
Carlo Borgomeo
Guido Brosio
Raffaele Bruni
Enzo Canettieri
Luigi Cappugi
Jonathan Charkham
Giorgio Dacome

Hugo Dixon
Sante Fermi
Mario Ferri
Alberto Franceschini
Raffaele Morese
Pierleone Ottolenghi
Giovanni Palladino
Francesco Panfilo
Giancarlo Pasquini
Stefano Patriarca
Ennio Presutti
Sergio Romano

Primo Salani
Sergio Sambonet
Mario Sarcinelli
Fabio L. Sattin
Massimo Sordi
Edoardo Spezzotti
Giovanni Tamburi
Gianri Testoni
Marco Vitale
Giuseppe Zadra
Tommaso Zerbi
Alberto Zevi

L'A.I.F.I. (Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel capitale di rischio) è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, l'attività delle società di investimento nel capitale per lo sviluppo in Italia.

L'associazione è un'organizzazione stabile di istituzioni finanziarie che attraverso l'utilizzo di disponibilità proprie o di terzi - inclusi i fondi chiusi - stabilmente e professionalmente effettuano investimenti in aziende, sotto forma di capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate in borsa, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

L. 39.000 (i.i.)
Edizione fuori commercio

ISBN 887882664-6



3 788878 026643