

## Aspettivi normativi e fiscali per la promozione del capitale di rischio

L'AIFI è stato un interlocutore importante della Commissione che presiedo per le segnalazioni e le analisi che ci ha fatto pervenire su temi di interesse per gli investitori in capitale di rischio. Oggi il suo punto di vista è stato posto in modo organico nel Manifesto, che indubbiamente diverrà un punto di riferimento per la valutazione degli indirizzi che può prendere una politica organica di promozione e accompagnamento nel mercato di nuove imprese.

Proverò a commentare il Manifesto in vari punti, seguendone il filo. A volte anche i dubbi e le incomprensioni di un lettore aiutano a segnalare le parti non messe a punto rigorosamente. Non fraintendete se emergerà una certa pedanteria: proprio perchè aderisco allo spirito che anima il Manifesto, vorrei che fosse registrato in ogni sua parte, in modo da poter diventare un programma coordinato di interventi, non da prendere qua e là, ma da adottare in blocco. Su alcuni punti ho bisogno di chiarimenti, su altri penso che sia necessaria una correzione per una migliore definizione della proposta. Altri punti, ancora, mi sembrano già risolti nella legislazione recente o sono accolti in provvedimenti che stanno seguendo un iter legislativo. È difficile ricondurre osservazioni sparse ad unità, ma il senso unificante è l'obiettivo, che condivido con voi: che l'Italia diventi un paese dinamico, di nuove imprese, e che il capitale e la ricerca possano unirsi a dar luogo ad una fioritura di iniziative private. Il supporto del pubblico a tale scopo deve essere ispirato da una visione organica e da altrettanta adesione allo scopo finale.

2. Seguendo la composizione del documento, dividerei in tre capitoli le osservazioni di lettura, una dedicata all'architettura istituzionale ipotizzabile per il settore, la seconda, alla pulizia normativa in campo societario, la terza alle questioni fiscali che interessano specificamente il settore.

La parte del documento dedicata alle modalità di intervento che renderebbero più sistematico il dialogo tra istituzioni della ricerca e mondo finanziario ha al centro la proposizione del modello del Weizmann Institute. Al di là di questa importantissimo e riferimento propositivo, colgo umori e insoddisfazioni generiche per come le cose vanno in Italia (alcune riferite ai ritardi dell'azione privata e dei mercati), più che indicazioni precise per l'azione pubblica. Da persona che ha ansia di entrare nei meccanismi e capire come possano essere rimossi gli ostacoli, non mi è sufficiente la semplice citazione dell'esistenza di una "struttura legislativa e istituzionale che rende difficile la collaborazione tra *venture capitalist* e ricercatori che lavorano in università e strutture pubbliche". Meriterebbe un dettaglio esplicativo di dove e come queste difficoltà si manifestino. La stessa necessità di esplicitazione sento, da profano quale sono, per la denuncia non meglio specificata di altri aspetti insoddisfacenti quali "l'assenza di un corretto approccio alla proprietà intellettuale" e la "mancanza di regole precise che regolino il ritorno economico per il ricercatore e l'organismo per il quale opera". Non contesto queste affermazioni;

dico solo che l'utilità del Manifesto è nell'entrare nel merito, far capire il punto e nel dare orientamenti per la soluzione, più che nel lanciare anatemi.

Non riesco a capire, poi, sempre a causa di una eccessiva genericità di questa parte, se il riferimento ad una "normativa che impedisce, di fatto, la mobilità dei ricercatori dall'ambito accademico a quello industriale, e viceversa" celi la richiesta di andare oltre la normativa varata nella Finanziaria di fine '98, oppure sia un punto da considerare già risolto con l'innovazione legislativa, varata in quella sede, che consente a ricercatori di istituti privati e pubblici di scambiarsi i ruoli, consentendo a ricercatori di istituti pubblici di fare richiesta di periodi di lavoro in istituti privati e viceversa. Similmente, non mi è chiaro quali siano i vincoli di natura legislativa che impediscono alle Università di incontrare gli istituti di ricerca privata e quelli di mobilitazione dell'investimento finanziario. Da persona che negli ultimi anni è stata estranea al settore, sarei portato a credere che tali vincoli siano stati del tutto rimossi con l'istituzione dell'autonomia universitaria. Se poi le Università e i Dipartimenti hanno ritardi di ordine culturale o burocratico nel cogliere le opportunità di incontro, ben venga l'AIFI con il suo attivismo e le sue sollecitazioni a scuotere il torpore, ma quest'ultimo ha poco a che fare con i ritardi normativi dell'operatore pubblico su questo terreno specifico, una volta che le Università siano state poste in grado di marciare sulle loro gambe. Forse non è così, ma è bene anche qui chiarire a cosa si fa riferimento.

4. Dal documento dell'Aifi si evince un'insoddisfazione per una lenta sollecitazione del mercato, che porti all'irrobustimento di istituti e procedure tipiche di questa sezione del mercato e attinenti ad operatori tipicamente privati (o che attengono a questa sfera in altri paesi). Se la necessità di questo irrobustimento è portata in evidenza in un documento tutto rivolto alle "azioni positive" attese dall'operatore pubblico è forse perché a quest'ultimo si chiede implicitamente un ruolo di supplenza.

Esplicita è questa richiesta per ciò che riguarda la promozione di fondi chiusi. Devo ammettere che sono rimasto sorpreso dall'enfasi posta sulla necessità che sia il capitale pubblico ad intervenire in tale promozione. La richiesta viene da operatori che vivono, operano, fanno ricerca nel vivo del mercato; sono indotto a pensare che, se è posta, è perché essi ne testimonino la necessità. In linea astratta riterrei, però, che l'intervento dello Stato dovrebbe essere limitato solamente alle aree in cui vi siano "fallimenti del mercato". È compito del settore pubblico anche promuovere nuovi mercati, purché questi poi siano in grado di svilupparsi in modo autosufficiente. Forse qui siamo nel caso di fallimento del mercato se, nelle parole del Dott. Vitale, il rischio eccessivo provoca riluttanza del capitale privato a intervenire e a sfruttare le opportunità esistenti. Lo stesso documento ribadisce, però, che non è il capitale la risorsa scarsa, in questo momento, per la nascita di nuove imprese, ma piuttosto lo sono le idee, i ricercatori, l'"humus generale" che porta all'organizzazione imprenditoriale delle idee stesse. E allora, perché i capitali pubblici? La proposta che siano essi a doversi impegnare nel settore temo che vada accompagnata da fondamenti analitici e documentativi più robusti di quelli che appaiono nel documento per non accreditare l'idea che si voglia l'ombrello statale di fronte al rischio. Ma, anche di fronte a fondamenti analitici robusti, occorrerebbe precisare che l'impegno statale in questo campo non può essere che transitorio, di

avvio del mercato, perchè quell'impegno attiene principalmente a tutto ciò che ha a che fare con la produzione di idee, di ricercatori e di condizioni normative appropriate.

2) La parte riferita alle modifiche nelle normative societarie necessarie a impedire che si formino ostacoli allo sviluppo di nuove imprese (e soprattutto di nuove imprese tecnologiche) è la parte che trovo più riuscita del documento, per la sua concretezza, precisione, nettezza delle indicazioni. Personalmente, la adotterei in blocco con due soli punti su cui inviterei ad un supplemento di istruttoria.

In primo luogo, ritengo difficile una estensione della legge Prodi, per quella che è la sua natura, al complesso di piccole e medie imprese. Una via più appropriata per rispondere al problema penso che vada perseguita attraverso la revisione della legge fallimentare, con un vero e proprio cambio di filosofia, teso a far vivere le imprese più che a tutelare i creditori. E va rivista la posizione del fisco di fronte a fallimenti. Esso non deve essere estraneo alle procedure concordatarie.

Un secondo supplemento di istruttoria chiederei sia effettuata sulla richiesta di limitazione della responsabilità in capo alle società, in caso di patrimonio netto negativo. Esteso a tutte le imprese, questo principio mi sembra pericoloso. A tale proposito, però, vale la pena richiamare l'attenzione su una previsione di legge inserita dentro il disegno di legge di riforma del diritto delle società (bozza Mirone). Lì è previsto qualcosa che va in parte nella direzione desiderata. Non riguarda le nuove imprese, ma quelle che vogliono dedicarsi, tra l'altro, ad una attività particolarmente rischiosa; esse avranno facoltà di destinare quote del loro patrimonio specificamente a quell'attività, e quindi rispondere per essa esclusivamente con le quote ad essa destinate e non con l'intero patrimonio. Il limite è che ciò vale solo per imprese che abbiano un'attività plurima.

Nell'unificazione delle proposte di modifica del diritto societario troverà accoglimento anche la norma che supera gli ostacoli normativi che impediscono operazioni di leveraged buy out; ostacoli che anche la sentenza di febbraio scorso della Cassazione conferma. Sempre in quell'ambito sarà possibile rimuovere le limitazioni all'emissione di titoli di debito, citate in fondo al Documento. La difficoltà del processo normativo - la paralisi del Parlamento è diventato il terreno su cui una parte dello schieramento politico gioca il suo futuro - mi fa, tuttavia, auspicare che i ritocchi normativi segnalati dall'Aifi più che demandati all'approvazione di leggi organiche, siano estratti e introdotti singolarmente in leggi che hanno più facile iter di approvazione.

3) Per quanto abbia sostato più del dovuto sulle altre parti, vorrei riservare particolare attenzione alle problematiche fiscali sollevate dal Manifesto, sia riguardanti le proposte specifiche, sia gli elementi di giudizio generale. Appaiono giudizi molto *tranchant*, dove la ricerca dell'effetto prende la mano e sopaffa una attenta meditazione.

Temo che vi siano dei fraintendimenti che portino ad affermare che il nostro sistema fiscale sia "strutturalmente in contrasto con il mondo del *venture capital* e *private equity*." Tutte le affermazioni di inquadramento del nostro fisco sotto

questo profilo a me suonano un po' strane e per quanto mi sforzi di capirne le origini, mi sembrano difficilmente sostanziabili. Non riesco a capire perché l'AIFI sostenga che il sistema fiscale italiano privilegi imprese a più alto capitale investito per unità di prodotto. Non afferro quali siano gli elementi per sostenere in sé questa affermazione, ma non capisco neppure se l'affermazione è sostenuta non in riferimento a ciò che è *ma a ciò che potrebbe essere*. In questo caso, l'affermazione si giustificerebbe se l'AIFI si pronunciasse in favore di una tassazione patrimoniale e non reddituale delle imprese. Ho capito bene? Oppure è altro ciò che vuole sostenere?

È indubbio che la contenuta tassazione patrimoniale che il nostro sistema conteneva fino al 1997 sia stata soppressa e riassorbita all'interno dell'Irap. Ma, non può esser questo il riferimento per quel giudizio così netto. L'intera operazione Irap ha cancellato tasse sul capitale e lavoro poste in modo improvvisato e caotico, piene di eccezioni, disposizioni particolari, esenzioni, scalini difficili da inquadrare; disposizioni sovrapposte una all'altra in modo disordinato, per racimolare entrate e non per rispondere ad una visione strutturale del fisco. Le ha sostituite con una imposta uniforme su tutti i fattori (capitale, lavoro e capitale di terzi), quindi neutra. È possibile che imprese altamente capitalizzate abbiano guadagnato nel passaggio da un sistema all'altro (ma la capitalizzazione è solo uno degli elementi che possono far guadagnare), ma, visto la neutralità dell'Irap, ciò è avvenuto a causa di una penalizzazione incorporata nel vecchio sistema. Ma, per favore, non si confonda un problema di transizione con un problema strutturale. Strutturalmente il fisco non favorisce in alcun modo le imprese più capitalizzate.

A parte il problema di transizione che ho citato, che non è chiaro se sia ciò che motiva l'affermazione dell'Aifi, non trovo altri aspetti del sistema fiscale e delle sue trasformazioni che sostanzino l'equazione "capitale alto = impresa buona". A meno che non si abbia da obiettare qualcosa sul sistema degli ammortamenti, che, tuttavia non è più favorevole che in altri paesi. Le imprese più capitalizzate avrebbero semmai da lamentarsi del fatto che la Dit, che agevola la patrimonializzazione, valga solo per il capitale incrementale, e quindi sia più sfruttabile da imprese meno patrimonializzate che da quelle che si sono patrimonializzate in passato. Oltre che al tentativo di ristabilire una neutralità di tassazione che non interferisca nella scelta tra fattori produttivi, l'intera riforma fiscale ha mirato a ristabilire la neutralità nel trattamento fiscale delle fonti di finanziamento, che vedevano penalizzato proprio il capitale di rischio, a favore dell'indebitamento (obbiettivo comunque avvicinato, ma non ancora pienamente raggiunto). Va da sé che nella transizione dal vecchio e nuovo sistema vi saranno imprese che guadagneranno e imprese che perderanno ma, ripeto, ho l'impressione che il documento dell'AIFI faccia confusione fra problemi di transizione, e problemi strutturali del nuovo sistema.

Dovremmo, in realtà fare riferimento solo a questi ultimi, e in questi ultimi io non trovo elementi, a meno che qualcosa mi sfugga, per sostanziare l'affermazione che le imprese che più hanno guadagnato in passato (più capitalizzate) siano quelle più favorite dal fisco. Se è vero qualcosa, è vero il contrario, perché la Dit favorisce di fatto le imprese che più hanno necessità di capitalizzarsi con nuovo capitale e, per definizione, favorisce quelle che nascono,

in quanto tutto il loro capitale è nuovo. Le imprese che nascono possono non aver capienza nei profitti per godere dell'agevolazione, ma la riforma fiscale ha stabilito per esse che possano riportare indefinitamente le perdite che sorgano all'inizio, mentre prima erano riportabili in avanti solo per cinque anni.

I rilievi che ho mosso in precedenza ai giudizi un po' affrettati che trovo nel Manifesto, non escludono che possa(/debba) esserci un favore fiscale per le nuove imprese e per lo sviluppo della new economy, ma è fondato sul fatto che ciò debba essere considerato un bene pubblico e non sul bilanciamento di un, a mio avviso presunto, favore riservato alle imprese più ricche. Nel momento in cui si riuscisse a varare l'istituto del tutoraggio fiscale per le imprese che nascono, abbinato ad una loro completa detassazione per tre anni, il favore fiscale nei loro confronti sarebbe netto.

La parte propositiva della sezione dedicata al fisco regge anche senza la bardatura di un cappello un po' agitatorio e emotivo, ma analiticamente insostenibile (che non si limita alle frasi che ho estratto).

Condivido, ad esempio, la sollecitazione ad allargare l'incentivo per piccole e medie imprese a quotarsi in borsa, anche se bisogna riconoscere che la differenza di tassazione per le imprese che si quotano, specie quelle di nuova costituzione, comincia a diventare consistente. La via indicata dall'Aifi di agevolazione in capo alle società (la rilevanza di tutto il patrimonio a fini DIT per le nuove quotazioni) potrebbe, tuttavia, incorrere nel veto della Comunità, perchè porta ad un regime speciale *permanente* (e non transitorio), che potrebbe essere considerato di alterazione della concorrenza. Le proposte riguardanti le agevolazioni in capo ai soci potrebbero trovare risoluzione nel Collegato fiscale alla finanziaria, la' dove si ricomprende nella tassazione sostitutiva delle plusvalenze societarie (portata al 19%) anche quelle che sorgono in sede di cessione di quote di società (senza perdita di controllo o collegamento) mediante offerta pubblica di vendita.

Ritengo che l'AIFI abbia anche pienamente ragione a sollevare la questione della tassazione dei fondi chiusi che, se è vero che con la nuova normativa introdotta dal D.L. .... si prestano a pratiche elusive, sono pur sempre sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia. Avrei di gran lunga preferito che tali pratiche potenziali fossero state sanzionate in modo specifico ma che i vincoli sui fondi chiusi fossero stati rimossi o decisamente abbassati. Ricordo che la Commissione per la Riforma Fiscale non ha condiviso la scelta del Governo sul limite dei sottoscrittori e tornerà ad incalzarlo su questo punto. Non va disconosciuto, però, che è a partire da questa Legislatura che si è posto mano alla normativa sui fondi chiusi e al loro inquadramento dal punto di vista fiscale. Prima di essa, ad esempio, la tassazione delle plusvalenze realizzate dalle società di venture capital era del 52,25% ed eventuali minusvalenze non erano riportabili in avanti.

Per quanto riguarda le stock options penso che ci sia un equivoco: non può essere peggiorativa di una esistente una normativa introdotta ex novo. Ciò che il nostro ordinamento normava fiscalmente era solo la distribuzione di azioni ai dipendenti; si riferiva, cioè, a quelle decisioni aziendali tese a diffondere

l'azionariato tra la "generalità" dei dipendenti. Poco importa che si sia diffusa tra le imprese la convinzione che quella normativa potesse essere utilizzata per fattispecie diverse, quali sono i piani di assegnazione di diritti a categorie selezionate di dipendenti (o addirittura di assegnazione individuale). Di fatto chi ha interpretato in tal modo si sbagliava (o faceva finta di sbagliarsi, come quell'impresa che assegnava gratis le azioni ai dipendenti in sostituzione di parti del salario, per fare in modo che, monetizzandole, i dipendenti e l'impresa stessa potessero evitare di pagare l'Irpef e l'imposta sui capital gain).

La normativa introdotta (fortemente voluta dalla Commissione) colma di fatto un vuoto legislativo sull'assegnazione di diritti ai dipendenti (e, spero, possa essere completata includendo anche i collaboratori).

La soluzione che il Manifesto chiede non corrisponderebbe ad alcuna logica (non è dell'Aifi la logica che è sempre meglio avere sgravi fiscali ad hoc che non averli). Vorrei spiegarlo con un esempio tratto dalla cronaca di questi giorni. Un conto è che la SS Lazio assegni a Nesta e compagni azioni della Società a titolo gratuito, contro un valore specifico che esse hanno nel mercato; questo è un premio di produzione, è una gratifica: è quindi reddito sotto forma di *finje benefit* e come tale va tassato con l'imposta sui redditi (alla stregua dell'assegnazione dell'automobile o della casa). Un altro conto è che la Società Sportiva assegni il diritto a sottoscrivere in data futura azioni della Lazio allo stesso valore che esse hanno oggi sul mercato. La valorizzazione delle azioni nel tempo è frutto dell'impegno che Nesta e compagni avranno profuso, del loro sforzo collettivo, di ciò che avranno apportato di sé stessi e dei risultati raggiunti; è un incentivo a produrre tale sforzo. Ed è esso che va premiato anche fiscalmente, lasciando che Nesta e compagni tengano per sé il risultato raggiunto. E ciò avviene, una volta che quella valorizzazione delle azioni, al momento della realizzazione, è considerata solo rilevante ai fini del capital gain (e non ai fini del reddito personale) e quindi tassata con l'aliquota sostitutiva del 12,5%. Tutto ciò ha un senso anche come politica della produttività, il resto è un regalo fiscale che non ha logica.

E, lasciatemelo dire, non ha logica (non voglio pensare che anche l'Aifi partecipi allo sport preferito di tutte le categorie di chiedere sgravi fiscali ad hoc di interesse degli associati), di detassare in capo ai sottoscrittori il reddito prodotto dal possesso di quote di fondi chiusi. Una volta che si è stabilito nella legislazione il principio che tutto il portafoglio, quale che sia la natura dei titoli, viene tassato uniformemente (con l'unica eccezione dei fondi pensione, che posticipa la tassazione al momento del godimento), che senso ha creare un'eccezione, estrarre un titolo, unico e solo, e renderlo esente, quando di certo, la sua non adeguata diffusione è questione di *offerta* e non di domanda? Diverso è chiedere una detassazione di ciò che si accumula *all'interno* dei fondi pensione, sulla quale mi sono già espresso. Pongo queste questioni perché so che l'Aifi non è un'associazione qualsiasi

di rappresentanza di interessi, ma un'associazione che ha in mente anche l'interesse generale ed è in grado di guardare al Paese con una logica sistemica.

La tassazione sui capital gain è oggi la più favorevole tra quelle europee (e più favorevole a quella degli Stati Uniti). E, anche la tassazione delle stock option è comunque più favorevole al contribuente rispetto a analoghe normative in vigore in altri Paesi (specie in quelli anglosassoni, dove la pratica delle stock option è più diffusa) non solo in ciò che attiene all'aliquota ma anche al dispositivo che circoscrive al profilo del portafoglio la rilevanza dei guadagni e, inoltre, all'assenza di limiti nell'assegnazione di opzioni, alla fissazione del momento in cui sorge l'obbligo di corresponsione dell'imposta, alla possibilità di attribuire ai dipendenti di una unità produttiva le azioni di società controllate o controllanti.

Con queste riflessioni ad alta voce suggeritemi dalla lettura del Manifesto ho voluto solo partecipare ad una ricerca che sento comune. Se vi sono utili, anche in un solo punto, sono contento; se ho frainteso, perdonatemi. Vi esorto a continuare nel ruolo di pungolo alle istituzioni e a mantenere l'Associazione non solo un raggruppamento di operatori particolari, ma anche quel movimento di idee che è volto a rendere il Paese un paese dinamico, aperto al nuovo e tecnologicamente competitivo.