



BORSA ITALIANA®

BI*t*NOTES

N. 10 - FEBBRAIO 2004

Tassazione e sviluppo del
mercato dell'*equity* per le Pmi
Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali

Luca Gandullia

La serie BItNotes è finalizzata alla diffusione delle analisi realizzate in Borsa Italiana o presentate in seminari interni su temi vicini alle problematiche del mercato borsistico. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a orientamenti di Borsa Italiana Spa

Borsa Italiana Spa, Research & Development

Segreteria di redazione: Silvana Maccari, Borsa Italiana Spa, Research & Development

© Febbraio 2004 Borsa Italiana Spa

I diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica con qualsiasi mezzo (compresi microfilm, floppy disk o CD), sono riservati per tutti i Paesi



Tassazione e sviluppo del mercato dell'*equity* per le Pmi Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali

Luca Gandullia^a
Febbraio 2004

Abstract

Il paper discute l'impatto della tassazione sullo sviluppo del mercato dell'*equity* a favore delle imprese di minori dimensioni e il ruolo delle possibili agevolazioni fiscali a favore della domanda di *equity*. La letteratura e le esperienze internazionali in tal senso fanno riferimento al settore del *private equity*; tuttavia, nel lavoro si dà conto anche del fatto che in alcune rilevanti esperienze estere (ad esempio, il Regno Unito) alcuni schemi agevolativi, pur disegnati a favore della domanda di *private equity*, trovano applicazione anche agli investimenti in *equity* di società quotate su specifici mercati di negoziazione del capitale di rischio. Dopo aver discusso le possibili interrelazioni tra variabili fiscali e sviluppo del mercato dell'*equity*, il lavoro si concentra sul ruolo delle agevolazioni fiscali alla domanda, illustrando i possibili schemi, gli effetti e i modelli effettivamente impiegati nell'esperienza internazionale. Il paper si conclude con alcune considerazioni riguardanti l'impiego di simili agevolazioni nell'esperienza italiana.

Keywords: tax incentives, equity markets, small enterprises
JEL: H21, H25, G38

(a) Università degli Studi di Genova - Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie; OECD - Centre for Tax Policy and Administration, e-mail: luca.gandullia@unige.it

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente l'autore e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa. Ringrazio per i preziosi commenti e suggerimenti Steven Clark, Luca Filippa, Alessandra Franzosi e Maria Cecilia Guerra. Ringrazio, inoltre, tutti i partecipanti al Workshop sulla Riforma Fiscale tenutosi presso Borsa Italiana nell'autunno 2002 per i numerosi spunti di riflessione e di confronto.

Taxation and development of equity markets for mid small companies

Role and design of tax incentives

Luca Gandullia^a
February 2004

Abstract

The paper highlights the impact of taxation on the development of the equity market for mid small enterprises and the role of possible tax incentives in favour of the demand for equity. Addressing this issue the literature and international experiences often refer to the private equity sector; however, in the paper some important experiences (for instance, the UK) are reported, where the tax incentive schemes, even if designed in favour of the demand for private equity, are applied also to equity issued by companies, quoted on specific markets for risk capital. After having discussed possible relations between taxes and development of the equity market, the paper focuses on the role of tax incentives targeted to the demand for equity, showing possible schemes, effects and models used in the international experience. The paper ends with some remarks concerning the potential use of similar tax incentives in Italy.

Keywords: tax incentives, equity markets, small enterprises
JEL: H21, H25, G38

(a) Università degli Studi di Genova - Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie; OECD - Centre for Tax Policy and Administration, e-mail: luca.gandullia@unige.it

The opinions represent the author's view and are not expression of any Borsa Italiana orientation.

I thank for insightful suggestions and comments: Steven Clark, Luca Filippa, Alessandra Franzosi and Maria Cecilia Guerra. I thank moreover all the participants at the "Workshop on Italian Tax Reform" held at Borsa Italiana in Autumn 2002, for the numerous topics of conversation and analysis.



1. Introduzione

Scopo di questo lavoro è discutere l'impatto della tassazione sullo sviluppo del mercato dell'*equity* a favore delle imprese di minori dimensioni e in particolare il ruolo delle agevolazioni fiscali a favore della domanda di *equity* da parte degli investitori. Buona parte della letteratura esistente e delle esperienze internazionali in tal senso fanno riferimento al settore del *private equity* inteso quale attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese di minori dimensioni, di carattere innovativo o in rapida crescita, non quotate. Tuttavia, in alcune esperienze estere il confine tra *private* e *public equity* non è chiaramente identificabile sotto il profilo fiscale; per questa ragione in questo lavoro si dà anche conto del fatto che nel panorama internazionale esistono schemi agevolativi che, pur essendo disegnati a favore del *private equity*, trovano applicazione anche nei confronti degli investimenti in società quotate su specifici mercati di negoziazione del capitale di rischio, quali l'AIM del *London Stock Exchange* o il DCM (*Developing Companies Market*) in Irlanda. Non è invece oggetto di trattazione in questo lavoro la fase di passaggio dal *private* al *public equity*, ossia la quotazione, in quanto essa generalmente non è di per sé significativa sotto il profilo strettamente fiscale, con la sola eccezione dell'esperienza italiana delle agevolazioni fiscali direttamente connesse alla decisione della quotazione (sui cui si rinvia a Gandullia e Paleari, 2001 e Ref., 2002).

Il lavoro è organizzato nel modo seguente. Nel paragrafo 2 si discute l'impatto delle variabili fiscali (e in particolare della tassazione dei *capital gains*) sull'offerta e sulla domanda di *equity* per lo sviluppo delle Pmi. Il paragrafo 3 è dedicato all'esame delle variabili fiscali che direttamente o indirettamente influenzano l'offerta di *equity*, con l'analisi delle relazioni esistenti tra tassazione, imprenditorialità e crescita delle imprese minori. Nel paragrafo successivo l'analisi si concentra sugli effetti degli incentivi fiscali al risparmio e sul disegno delle agevolazioni a favore della domanda di *equity*. Di tali agevolazioni sono illustrati i possibili schemi e i modelli effettivamente impiegati nell'esperienza internazionale, approfondendo gli schemi esistenti in Francia, Regno Unito, Irlanda, Spagna e, al di fuori dell'Unione Europea, Stati Uniti, Canada e Corea. Il lavoro si conclude con alcune considerazioni di *policy*.

2. Tassazione, offerta e domanda di *equity*

Le variabili fiscali sono suscettibili di incidere sullo sviluppo del settore del *private equity* e del mercato dell'*equity* in senso lato, tanto sul lato dell'offerta che sul quello della domanda. Un recente studio dell'*European Private Equity & Venture Capital Association* (2003) individua un set di variabili fiscali (oltre che regolamentari) suscettibili di incidere sullo sviluppo del settore. Ad esempio, la disciplina fiscale dei fondi comuni di investimento, la tassazione societaria e in particolare quella delle imprese di minori dimensioni, il regime fiscale dei *capital gains* in capo agli investitori individuali, l'esistenza di specifiche agevolazioni fiscali a favore dei medesimi investitori, la disciplina fiscale delle *stock options* e quella degli investimenti immateriali (R&D).

Nella letteratura i principali contributi si sono concentrati sulle relazioni esistenti tra disciplina fiscale dei *capital gains* e sviluppo del settore del *private equity*¹. Negli Stati Uniti la crescita dell'industria verificatasi a partire dalla fine degli anni Settanta è stata spiegata da alcuni come l'effetto della riduzione dell'imposta sui *capital gains* azionari; allo stesso modo l'obiettivo di favorire lo sviluppo del settore è stata la motivazione che ha giustificato la riduzione dal 28% al 14% dell'imposta sui *capital gains* nel 1993.

Poterba (1989a) ha messo in discussione l'esistenza di una correlazione negativa tra tassazione dei *capital gains* e domanda di *equity*, considerando che la maggior parte dei fondi affluiti al settore erano provenuti da investitori (ad esempio i fondi pensione) esenti dall'imposta sui *capital gains*. In un successivo contributo Poterba (1989b) considera i diversi canali attraverso cui la riduzione nella tassazione delle plusvalenze può stimolare lo sviluppo del mercato dell'*equity*. Sul lato della domanda la riduzione della tassazione induce un aumento nel volume di fondi che affluiscono al settore, in quanto lo sgravio riduce il tasso di rendimento atteso (al lordo della tassazione) dagli investitori sottoposti a tassazione; l'effetto sarebbe relativamente più intenso sul flusso di fondi per le *start-up* provenienti da *business angels*; tuttavia, l'aumento della domanda è limitato in presenza di una quota significativa di investitori esenti da tassazione. La riduzione della tassazione dei *capital gains* ha invece un impatto significativo sul lato dell'offerta di *equity*, incentivando la creazione di nuove imprese; il lavoratore dipendente che avvia un'attività imprenditoriale viene remunerato attraverso *capital gains* anziché attraverso redditi da lavoro; nella misura in cui i primi sono sottoposti a una minore tassazione dei secondi aumentano gli incentivi per i lavoratori a costituire nuove imprese. È dunque da attendersi che gli effetti di stimolo sull'offerta siano superiori rispetto a quelli sulla domanda.

Sul piano empirico Gompers e Lerner (1999), analizzando i fattori determinanti lo sviluppo del mercato, hanno trovato conferma della correlazione negativa, supposta da Poterba, tra tassazione dei *capital gains* e offerta e domanda di *equity*, evidenziando anche la maggior sensibilità dell'offerta rispetto alla domanda alla riduzione della tassazione. Tuttavia, l'evidenza empirica segnala che tra i differenti fattori determinanti la crescita del

(1) In questa sede prescindiamo, in quanto specificamente riferiti al settore del *venture capital*, da quei contributi che analizzano congiuntamente gli effetti della tassazione sull'imprenditorialità e il *venture capital*, inteso come offerta di fondi insieme a servizi consulenziali (cfr. in particolare Keuschnigg e Nielsen, 2002; Keuschnigg, 2002).



settore le politiche pubbliche di stimolo all'imprenditorialità e all'innovazione appaiono più efficaci della riduzione della tassazione dei *capital gains*.

In termini di *policy*, ne discende che una riduzione selettiva dell'imposta sui *capital gains* è desiderabile, nella misura in cui è diretta a stimolare nuove imprese alle quali si associano esternalità positive. Resta tuttavia da dimostrare che tali esternalità siano esistenti; inoltre, come anche riconosciuto in sede internazionale (Oecd, 2001 e 2002a; Chen e Mintz, 2002) altre variabili fiscali, ulteriori alla disciplina dei *capital gains*, influiscono sull'avvio e la crescita delle imprese minori, ossia sul lato dell'offerta del settore, ad esempio la disciplina delle perdite o quella degli investimenti in R&D.

Ciò considerato, all'analisi delle variabili fiscali che possono influenzare strutturalmente l'innovazione e la crescita delle imprese di minori dimensioni, e quindi indirettamente l'offerta di *equity*, è dedicato il paragrafo che segue.

3. Variabili di offerta di *equity*

3.1 Tassazione, imprenditorialità e scelte finanziarie

L'analisi tradizionale riconosce che i sistemi tributari possano influenzare gli incentivi all'imprenditorialità e alla crescita delle imprese di minori dimensioni (Rosen, 2002). Per le nuove imprese costituite in forma non societaria il livello e il grado di progressività dell'imposta personale sul reddito può influire sugli incentivi ad avviare nuove attività. L'evidenza empirica segnala l'esistenza di una correlazione negativa tra livello delle aliquote marginali e sviluppo di nuove imprese (Gentry e Hubbard, 2000); aliquote marginali minori inoltre consentono alle nuove imprese di crescere più velocemente ed effettuare maggiori investimenti (Carroll *et al.*, 2001). Queste argomentazioni hanno motivato le riforme avviate negli anni '80 e '90, secondo la filosofia di *tax-cuts-cum-broadening-tax-bases* (Van den Noord e Heady, 2001).

Non solo il livello delle aliquote, ma anche i differenziali di aliquota rispetto a quelle applicate sul reddito da lavoro dipendente incidono sulle decisioni di avviare nuove imprese. Laddove le aliquote effettive (comprendenti anche i prelievi contributivi) applicate al reddito d'impresa sono inferiori a quelle applicate al reddito da lavoro, maggiori sono gli incentivi per i lavoratori dipendenti ad avviare attività imprenditoriali autonome.

La letteratura dedica maggiore attenzione agli effetti dell'imposta sul reddito delle società e della sua integrazione con l'imposta personale sul reddito. Una caratteristica comune ai principali sistemi tributari occidentali è che l'aliquota dell'imposta societaria è inferiore all'aliquota marginale più alta dell'imposta personale; in conseguenza di regimi preferenziali riconosciuti alle imprese di minori dimensioni, i differenziali sono in genere maggiori per questa categoria di imprese. Questa forma di asimmetria è ritenuta essere causa di inefficienze. Ad esempio essa crea incentivi a mascherare redditi da lavoro in redditi d'impresa, a costituire società come strumenti per accumulare redditi che sfuggano all'imposta progressiva; inoltre distorce le scelte organizzative delle imprese, ossia la scelta tra costituire o meno un'impresa in forma di società di capitali.

Malgrado tali controindicazioni, l'impiego di aliquote societarie inferiori a quelle più elevate dell'imposta personale trova diversi ordini di giustificazioni. Una prima motivazione risiede nella convinzione che basse aliquote societarie creano incentivi all'avvio e sviluppo di nuove attività. L'idea sottostante è che le nuove imprese generino esternalità positive, giustificando per tale via la concessione di trattamenti fiscali preferenziali. Contro questa giustificazione vi sono tuttavia almeno tre argomentazioni: è difficile dimostrare l'esistenza e misurare la dimensione di tali esternalità; anche ammettendone l'esistenza, non è chiaro se la riduzione dell'aliquota societaria costituisca lo strumento ottimale per correggerle; sussidi pubblici diretti alle imprese innovative possono costituire uno strumento più appropriato, rispetto alla riduzione dell'aliquota societaria di cui beneficino tutte le imprese, indipendentemente dal loro carattere innovativo (Gordon, 1998).

Una spiegazione più convincente del perché sia più opportuna un'aliquota societaria inferiore alla *top marginal tax rate* dell'imposta personale si deve ricercare nell'ambi-



to delle scelte finanziarie delle imprese in presenza di informazione asimmetrica (Fuest, Huber e Nielsen, 2002). In misura più consistente delle imprese di maggiori dimensioni, le imprese nuove e quelle in fase di crescita devono ricorrere a fonti esterne per finanziare gli investimenti; in presenza di asimmetria informativa tra imprese a diverso grado di redditività e potenziali investitori, le imprese più profittevoli sono indotte a ricorrere all'indebitamento. Ne consegue che tanto la struttura finanziaria delle imprese quanto il livello di investimenti sono inefficienti. Posto che aliquote societarie basse tendono a favorire il capitale di rischio, mentre aliquote personali basse tendono a favorire l'indebitamento, l'impiego di aliquote societarie preferenziali per le imprese minori e comunque inferiori alle aliquote personali può essere spiegato come strumento per rimediare all'eccessivo ricorso all'indebitamento da parte delle imprese di nuova costituzione e delle imprese minori.

L'esistenza di un differenziale positivo tra *top marginal tax rate* e aliquota societaria crea inoltre incentivi alla costituzione di imprese in forma societaria. Aliquote societarie preferenziali per le società minori aumentano i profitti netti e quindi le possibilità di autofinanziamento. Aliquote preferenziali esistono in numerosi Paesi Ocse, come illustrato nella tavola 1.

Tavola 1 - Aliquote ordinarie e agevolate dell'imposta sul reddito delle società

Paesi	Aliquote dell'imposta societaria		Definizione di Pmi
	Ordinaria	Agevolata per Pmi	
Belgio	40.20%	28.84%	Reddito imponibile < euro 322.262
Canada	29.00%	13.12%	Reddito imponibile < CAD 200.000
Francia	33.30%	25.00%	Profitti inferiori di euro 38.112
Grecia	40.00%	25.00%	Società a responsabilità limitata
Irlanda	20.00%	12.50%	Reddito imponibile < IRP 200.000
Giappone	30.00%	22.00%	Reddito imponibile < JPY 8 milioni
Lussemburgo	30.00%	20.00%	Basso reddito imponibile
Paesi Bassi	35.00%	30.00%	Primi euro 22.700 di reddito imponibile
Portogallo	32.00%	20.00%	Fatturato < euro 124.700
Spagna	35.00%	30.00%	Fatturato < euro 1,5 milioni
Regno Unito	30.00%	0.00%	Profitti fino a GBP 50.000
Stati Uniti	35.00%	15.00%	Reddito imponibile < USD 335.000

Fonte: Ref. (anni vari); Chen, Lee, Mintz (2002)

Altri aspetti della tassazione societaria hanno effetto sulla crescita delle imprese minori e in particolare sono suscettibili di ostacolarne lo sviluppo. In primo luogo la doppia tassazione dei dividendi può discriminare contro la costituzione di imprese in forma societaria (King, 1989). Sebbene conformemente alla *new view* la doppia tassazione dei dividendi non distorca le scelte finanziarie delle imprese esistenti, essa può discriminare contro la costituzione di imprese in forma societaria. Questo regime è presente nei Paesi in cui a causa dell'imperfetta integrazione tra imposta personale e imposta societaria l'aliquota marginale più elevata è inferiore all'aliquota effettiva sui dividendi (cfr. Tavola 2).

Tavola 2 - Tassazione dei dividendi (2000)

	Sistema di tassazione societaria ⁽¹⁾	Profitti lordi ⁽²⁾	Aliquota d'imposta (Pmi)	Dividendo	Gross-up ⁽³⁾	Aliquota marginale	Dividendo netto	Dividend wedge ⁽⁴⁾	Aliquota marginale massima sul reddito
Austria	Classico	151.5	34.00%	100		25.0%	75.0	50.5%	61.0%
Canada	PC	125.5	20.70%	100	125.0	48.5%	66.9	46.6%	48.5%
Danimarca	Classico	147.1	32.00%	100		40.0%	60.0	59.2%	63.3%
Finlandia	FC	140.8	29.00%	100	140.8	29.0%	100.0	29.0%	59.3%
Francia	FC	131.2	23.80%	100	119.3	61.2%	46.3	64.7%	59.0%
Germania	FC	217.4	54.00%	100	217.4	53.8%	100.4	53.8%	53.8%
Grecia	E	133.3	25.00%	100		0.0%	100.0	25.0%	..
Irlanda	Classico	114.3	12.50%	100		42.0%	58.0	49.0%	46.0%
Italia	Classico	170.4	41.30%	100		12.5%	87.5	48.6%	46.0%
Giappone	Classico	149.9	33.30%	100		50.0%	50.0	66.6%	50.0%
Lussemburgo	PE	159.9	37.45%	100		47.2%	76.4	52.2%	59.2%
Paesi Bassi	Classico	142.9	30.00%	100		60.0%	40.0	72.0%	60.0%
Norvegia	FC	138.9	28.00%	100	138.9	28.0%	100.0	28.0%	55.3%
Portogallo	Classico	154.8	35.40%	100		25.0%	75.0	51.6%	40.0%
Spagna	PC	142.9	30.00%	100	140.0	48.0%	72.8	49.0%	48.0%
Svezia	Classico	138.9	28.00%	100		30.0%	70.0	49.6%	58.1%
UK	FC	111.1	10.00%	100	111.1	32.5%	75.0	32.5%	40.0%
US	Classico	166.7	40.00%	100		46.0%	54.0	67.6%	48.2%

(1) E, esenzione; FC, credito d'imposta integrale; PC, credito d'imposta parziale; PE, esenzione parziale

(2) Profitti lordi: ammontare dei profitti, al lordo della tassazione societaria, che una società deve conseguire per poter pagare 100 di dividendi

(3) Gross-up: ammontare imponibile dei dividendi ai fini della tassazione personale

(4) Dividend tax wedge: differenza percentuale tra profitti lordi e dividendi netti

Elaborazioni dell'autore su Chen, Lee, Mintz (2002); Ref. (anni vari); Van den Noord and Heady (2001)

Più in generale i sistemi tributari normalmente non sono neutrali rispetto alle scelte finanziarie; essi tendono a favorire il debito rispetto al capitale di rischio, discriminando per questa via le imprese minori. Il *favor* relativo del debito rispetto al capitale di rischio è l'effetto della deducibilità degli interessi associata all'imperfetta integrazione tra imposta societaria e personale. Questa non neutralità favorisce a parità di condizioni le imprese mature che hanno più facile accesso al debito, rispetto alle imprese *start-up* e alle imprese minori. Tuttavia, negli ultimi anni le riduzioni dell'aliquota statutaria dell'imposta societaria, operate in numerosi Paesi, hanno attenuato questo genere di distorsioni; le riduzioni dell'aliquota societaria a parità di condizioni tendono infatti a diminuire il costo marginale del capitale di rischio (nuove azioni e ritenzione di utili) e ad aumentare il costo del debito.

Altre distorsioni generalmente presenti nei sistemi tributari si riferiscono alle politiche di distribuzione degli utili. Aliquote di tassazione più elevate sui profitti distribuiti rispetto ai profitti accantonati creano incentivi ad accantonare i profitti anziché distribuirli. Ciò è conseguenza del fatto che i *capital gains*, derivanti dall'accantonamento degli utili, sono generalmente soggetti ad aliquote effettive inferiori rispetto a quelle ordinarie.

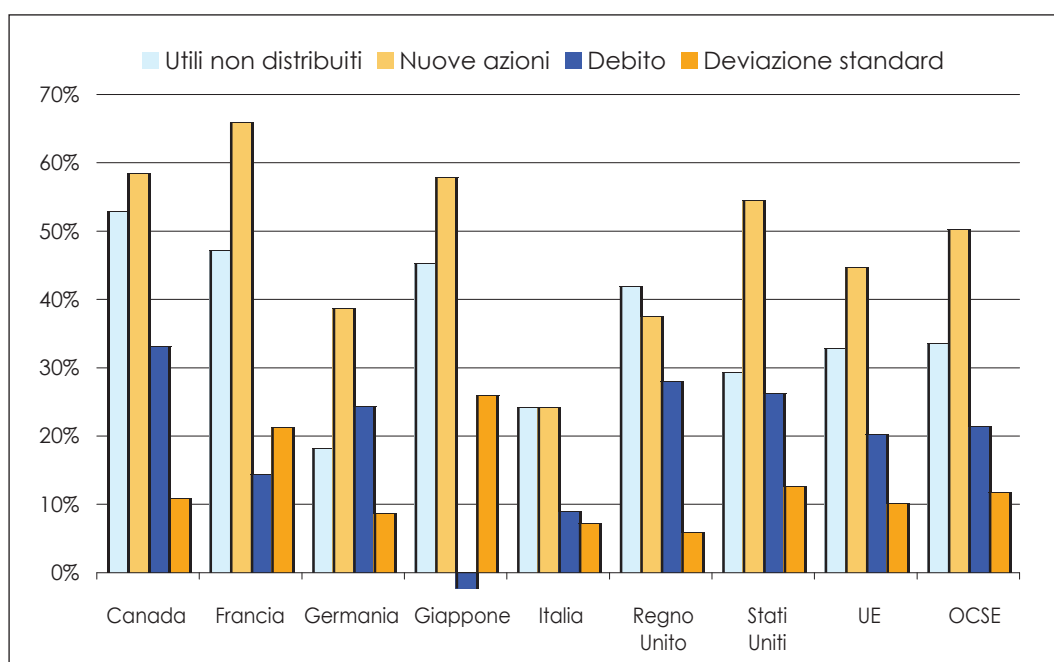
La riduzione delle distorsioni fiscali nelle scelte di finanziamento delle imprese è stata al centro delle riforme compiute nell'ultimo decennio in numerosi Paesi (Oecd, 2001). In Italia all'obiettivo della neutralità del sistema tributario rispetto alle scelte finanziarie si è data particolare enfasi con la riforma del 1997-98 attraverso l'introduzione del



sistema di tassazione duale (Dit) e dell'Irap (Bordignon *et al.*, 1999 e 2001). Per effetto della riforma, che ha ridotto il costo del capitale di rischio e il divario rispetto al costo del capitale di debito, il sistema di tassazione è risultato più efficiente e favorevole all'accumulazione (Staderini, 2001).

Nella figura 1 sono illustrate le aliquote marginali effettive d'imposta riferite a imprese del settore industriale per diverse modalità di finanziamento degli investimenti (utili non distribuiti, emissione di nuove azioni e debito)². Sebbene nella maggior parte dei Paesi negli ultimi anni si sia registrata una riduzione delle aliquote effettive d'imposta (cfr. Chen e Mintz, 2002), l'indebitamento resta fiscalmente favorito rispetto all'*equity* nella maggior parte dei Paesi e nella media dei Paesi Ocse e dei Paesi della UE.

Figura 1 - Aliquote marginali effettive d'imposta nel settore industriale (1999)



Elaborazioni dell'autore da Oecd (2001), pag. 44

I sistemi tributari, oltre ad interagire con le scelte finanziarie delle imprese, non sono generalmente neutrali rispetto al rischio. In teoria per non discriminare contro la propensione al rischio, profitti e perdite d'impresa dovrebbero essere trattati in modo simmetrico, ovvero dovrebbero essere concessi rimborsi d'imposta a fronte delle perdite. Il trattamento asimmetrico di profitti e perdite, come si rinviene nella totalità dei Paesi, ha l'effetto di porre le *start-up* e le imprese minori in posizione di svantaggio. L'effetto è minore nei Paesi che ammettono un più ampio periodo di riporto delle perdite (cfr. Tavola 3).

(2) Nella figura le aliquote marginali effettive d'imposta sono intese come differenza tra il tasso di rendimento del capitale al lordo delle imposte (societarie e personali) e il tasso di rendimento netto, espressa in percentuale del tasso di rendimento lordo (cfr. OECD, 2001).

Tavola 3 - Trattamento fiscale delle perdite

	Carry forward (numero anni)	Carry backward (numero anni)
Paesi con carry forward illimitato		
Austria	Illimitato	0
Belgio	Illimitato	0
Germania	Illimitato	1
Irlanda	Illimitato	1
Lussemburgo	Illimitato	0
Paesi Bassi	Illimitato	3
Svezia	Illimitato	0
Regno Unito	Illimitato	1
Paesi con carry forward limitato		
Canada	7	3
Danimarca	5	0
Finlandia	10	0
Francia	5	3
Grecia	5	0
Italia (1)	5	0
Giappone	5	1
Norvegia	10	0
Portogallo	6	0
Spagna (2)	10	0
Stati Uniti	20	2

(1) Le perdite realizzate nei primi 3 anni di attività possono essere riportate in avanti senza limiti di tempo

(2) Per le start-up, il riporto in avanti (10 anni) decorre dal primo anno in cui l'impresa è in utile (ai fini fiscali)

Fonte: Chen, Lee e Mintz (2002); Ref. (anni vari); Van den Noord and Heady (2001)

La variabile fiscale capace di incidere sulla propensione al rischio su cui maggiormente si è soffermata l'analisi teorica ed empirica è costituita dalla disciplina dei *capital gains*. La tassazione dei *capital gains* può influire tanto sugli incentivi ad avviare e sviluppare iniziative imprenditoriali quanto sugli incentivi alla domanda di capitale di rischio da parte di investitori esterni all'impresa (Poterba, 1989a e 1989b). Tre aspetti della disciplina dei *capital gains* sono suscettibili di scoraggiare la propensione al rischio. In primo luogo la non deducibilità delle perdite dagli altri redditi ha l'effetto di innalzare le aliquote effettive d'imposta sugli investimenti rischiosi. Secondariamente, sebbene la maggior parte dei Paesi consenta il riporto in avanti delle perdite a valere sui futuri *capital gains*, il riporto avviene senza interessi, con la conseguenza che in valore attuale la deducibilità è solo parziale. Infine, la tassazione dei *capital gains* alla realizzazione produce effetti di immobilizzo (*lock-in effects*); ciò può ostacolare l'efficiente allocazione delle risorse e in particolare la domanda di capitali a favore di imprese innovative ad alto potenziale di crescita. Per rimediare a quest'ultimo effetto alcuni Paesi ammettono il *roll-over relief*, attraverso cui la tassazione dei *capital gains* è differita nel tempo, a condizione che essi siano reinvestiti. Canada e Stati Uniti ad esempio prevedono il *roll-over* per i *capital gains* derivanti dalla cessione di imprese minori, che siano reinvestiti in altre imprese minori.

La tavola 4 illustra il trattamento fiscale dei *capital gains* azionari nelle maggiori esperienze estere. Si possono individuare quattro gruppi di Paesi: Paesi che applicano le stesse aliquote ai *capital gains* realizzati da imprese e da persone fisiche; Paesi che applicano aliquote inferiori alle imprese rispetto alle persone fisiche e viceversa; Paesi infine che applicano aliquote di favore ai *capital gains* di lungo termine.

**Tavola 4 - Aliquote di tassazione dei *capital gains* azionari (anno 2000)**

	Imprese		Persone fisiche	
	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	Lungo termine
Paesi con uguali aliquote per imprese e persone fisiche				
Belgio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Irlanda	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Norvegia	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Finlandia	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
Paesi con aliquote inferiori per le imprese				
Canada	27.9%	27.9%	31.3%	31.3%
Svezia	28.0%	28.0%	30.0%	30.0%
Paesi con aliquote inferiori per le persone fisiche				
Grecia	40.0%	40.0%	0.0%	0.0%
Olanda	35.0%	35.0%	0.0%	0.0%
Francia	33.3%	33.3%	26.0%	26.0%
Giappone	41.0%	41.0%	26.0%	26.0%
Paesi con aliquote di favore per i <i>capital gains</i> di lungo termine				
Spagna	35.0%	35.0%	48.0%	18.0%
Stati Uniti	35.0%	35.0%	39.6%	20.0%
Regno Unito	30.0%	30.0%	40.0%	10.0%
Austria	34.0%	34.0%	50.0%	0.0%
Portogallo	32.0%	32.0%	10.0%	0.0%
Germania	25.0%	25.0%	53.8%	0.0%
Italia (1)	37.0%	27.0%	12.5-27.0%	12.5-27.0%
Danimarca	32.0%	32.0%	40.0%	0.0%
Lussemburgo	30.0%	0.0%	25.0%	0.0%

(1) L'aliquota più alta (27%) si applica ai *capital gains* derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate
 Fonte: Chen, Lee e Mintz (2002); Ref. (anni vari); Van den Noord e Heady (2001)

3.2 Altre variabili di contesto: il trattamento fiscale delle *stock options* e degli investimenti immateriali

Nell'esperienza internazionale le imprese, specie quelle di minori dimensioni, sono anche destinatarie di trattamenti fiscali preferenziali, di tipo selettivo. Rispetto all'obiettivo di stimolare l'innovazione e la crescita da parte di imprese giovani o di nuova costituzione, e per questa via l'offerta di *equity*, è frequente l'impiego di incentivi fiscali mirati, che intendono rimediare a specifiche inefficienze di mercato. Tali incentivi appaiono concentrati prevalentemente nei settori delle *stock options*, degli investimenti immateriali (*intangibles*) e, come si illustra nel paragrafo successivo, dell'accesso al capitale di rischio (OECD, 2002a; 2002b).

Le *stock options* costituiscono lo strumento usato tradizionalmente dalle imprese per attrarre e incentivare manager e dipendenti in sostituzione o aggiunta alla normale remunerazione; sono anche impiegate come strumento per allineare gli interessi dei manager e degli azionisti in presenza di asimmetria informativa. Dalla prospettiva delle imprese minori, le *stock options* rappresentano lo strumento con il quale esse (in presenza di vincoli di liquidità) possono riuscire a competere con le imprese di maggiori dimensioni nell'attrarre personale qualificato.

La concessione di trattamenti fiscali preferenziali ai piani di *stock options* (emesse

dalle imprese di minori dimensioni) viene giustificata sulla base di due argomentazioni: si tratta di strumenti che consentono di rimediare a inefficienze del mercato in presenza di asimmetrie informative e che consentono di alleviare lo svantaggio competitivo sopportato dalle imprese minori.

Sotto il profilo fiscale il grado di neutralità della disciplina è funzione di alcune variabili: il *timing* della tassazione (alcuni Paesi tassano le *stock options* al momento in cui sono attribuite, altri al momento in cui sono esercitate); la qualificazione del reddito (alcuni Paesi qualificano i benefici come reddito da lavoro, altri come *capital gains*); le aliquote applicabili (normali o preferenziali); infine, la deducibilità del costo dal reddito d'impresa (alcuni Paesi, ad esempio gli Stati Uniti, non riconoscono la deducibilità del costo in relazione ad alcune tipologie di schemi di *stock options*). Un recente studio della Commissione europea (2003) riporta con riferimento alla generalità delle imprese una stima delle aliquote effettive d'imposta sulle *stock options* nella UE, comparativamente agli Stati Uniti, distinguendo a seconda che il trattamento fiscale sia ordinario o agevolato. Considerando il caso di assenza di incentivi fiscali l'aliquota effettiva d'imposta è del 25,5% negli Stati Uniti e di circa 15 punti percentuali superiore in media nella UE. Prendendo in considerazione i trattamenti agevolativi, che alcuni Paesi riferiscono alle imprese di minori dimensioni, l'aliquota media effettiva in Europa è in linea con quella statunitense (pari a circa il 19%). All'interno della UE i regimi e quindi le aliquote effettive appaiono molto differenziate, registrando valori in alcuni casi superiori al 50% (ad esempio Finlandia e Svezia), in altri casi prossimi allo zero (Grecia e Regno Unito).

Un secondo settore in cui sono diffusi i trattamenti fiscali agevolativi diretti a favorire l'innovazione è costituito dagli investimenti immateriali (*intangibles*). Per effetto delle esternalità positive associate a tali investimenti, il volume degli investimenti realizzato dal settore privato è generalmente inferiore a quello ottimale a livello aggregato (Oecd, 2002b).

Numerosi Paesi utilizzano agevolazioni fiscali a correzione delle imperfezioni del mercato, sotto forma di crediti d'imposta o di deducibilità ulteriori rispetto a quelle ordinarie; le agevolazioni sono riferite al volume degli investimenti o all'incremento rispetto alla media degli investimenti effettuati nel passato. Inoltre, mentre in alcuni Paesi le agevolazioni sono concesse alla generalità delle imprese, alcuni Paesi (tra cui Belgio, Italia³, Paesi Bassi, Regno Unito) le intensificano a favore delle imprese di minori dimensioni (Warda, 2002).

(3) Il nostro Paese ha da tempo sperimentato questo genere di agevolazioni a favore degli investimenti in ricerca e sviluppo (Gandullia, 2000). Recentemente, nuove agevolazioni fiscali sono state introdotte dall'art. 1 del D.L. n. 269/2003.



4. Tassazione e domanda di equity

Nel paragrafo precedente si è illustrato come le variabili fiscali possano influenzare strutturalmente la crescita delle imprese di minori dimensioni, ossia il lato dell'offerta di *equity*, specie di tipo *private*. Inoltre, rispetto all'obiettivo di stimolare l'innovazione e la crescita delle imprese minori si è mostrato come sia diffuso sul piano internazionale l'impiego di agevolazioni fiscali specifiche, ad esempio a favore degli investimenti in R&D e a favore delle *stock options*, che sono dirette a rimediare a possibili inefficienze di mercato. Tali agevolazioni, incentrate indirettamente sul lato dell'offerta di *equity*, si pongono in concorrenza con altre agevolazioni, incentrate (almeno formalmente) sulla domanda. All'analisi di queste ultime è dedicato il presente paragrafo.

4.1 Incentivi fiscali al risparmio

Numerose argomentazioni vengono avanzate a favore dell'intervento pubblico a sostegno del risparmio privato (si veda ad esempio Banks, 2000). Tra queste, tre sono prevalenti: la prima è di tipo paternalistico (lasciati liberi di decidere in base alle proprie preferenze gli individui risparmierebbero durante la vita lavorativa meno di quanto sarebbe ottimale); la seconda richiama la necessità di stimolare il cosiddetto capitalismo popolare; la terza più generale ha un fondamento macroeconomico, ossia all'aumento del risparmio privato corrisponde un maggior stock di investimenti e quindi una maggiore crescita economica (sebbene la relazione sia meno chiara in presenza di economie aperte).

Le misure tributarie di sostegno al risparmio privato sono suscettibili di interessare lo stock di risparmio e la sua allocazione tra impieghi alternativi (Oecd, 1994a). Gli effetti sullo stock di risparmio dipendono dalla reazione dei risparmiatori all'agevolazione fiscale. Assumendo che il tasso di rendimento lordo sia costante (come si verifica in presenza di piccole economie aperte con l'estero), se il Governo riduce l'imposta sui redditi da capitale (o concede un'agevolazione fiscale), finanziando lo sgravio ricorrendo al debito pubblico, i risparmiatori possono reagire in tre modi. Essi possono lasciare inalterato il loro consumo, reinvestendo il loro maggior reddito disponibile: in questa circostanza il maggior risparmio privato compensa esattamente il minor risparmio pubblico, lasciando inalterato lo stock complessivo di risparmio. In alternativa, gli individui possono essere indotti ad aumentare i consumi, nel qual caso lo stock complessivo di risparmio diminuisce. Infine, il maggior rendimento netto può indurre gli individui a consumare meno, con l'effetto di aumentare il risparmio complessivo.

La maggior parte delle evidenze empiriche (OECD, 1994a) ha individuato l'assenza di una chiara relazione tra tasso di rendimento del risparmio e livello di consumi, avvalorando il primo dei tre precedenti scenari. Un'agevolazione a favore del risparmio avrebbe dunque il solo effetto di modificare, a favore del primo, la composizione privato/pubblico dello stock complessivo di risparmio. Proprio su queste basi nel corso degli anni Ottanta e Novanta nei Paesi anglosassoni sono state introdotte agevolazioni fiscali a favore del risparmio, con l'intento di favorire uno spostamento del flusso di risparmio dal settore pubblico (ritenuto inefficiente) a favore di quello privato (ritenuto più produttivo).

Di un certo interesse è la tesi di Feldstein (1995), che mette in discussione l'assunto che l'agevolazione fiscale a favore degli schemi di risparmio (*tax-assisted saving plans*) generi un minor gettito (e quindi un maggior deficit pubblico). Il risparmio privato addizionale indotto dall'agevolazione rende possibili maggiori investimenti che si traducono in un maggior gettito delle imposte sul reddito delle imprese; la conclusione è che l'agevolazione ha un minor costo di quanto normalmente ipotizzato e sotto certe ipotesi è anche in grado di autofinanziarsi. La tesi è tuttavia contestata da alcuni (Ruggeri e Fougère, 1997) in base alla considerazione che in economia aperta il maggior risparmio domestico può non tradursi in maggiori investimenti e quindi in maggior gettito.

Un maggior consenso si registra circa la necessità che la disciplina fiscale del risparmio sia neutrale, ossia non distorca le scelte intertemporali tra consumo e risparmio. Sotto questo profilo il modello dell'imposta sulla spesa (*expenditure tax*), a differenza della tradizionale imposta sul reddito, viene evocato come desiderabile nel disciplinare il risparmio previdenziale e anche quello finanziario. Ne consegue che l'esenzione dei redditi da capitale (o la deducibilità degli investimenti associata alla tassazione dei rendimenti) non assume carattere agevolativo, bensì riflette l'esigenza di non distorcere le scelte intertemporali di consumo e risparmio. Nel risparmio finanziario è questa una delle motivazioni che hanno giustificato l'introduzione di alcuni noti schemi di risparmio nel Regno Unito, i *Tax Exempt Special Savings Accounts* (TESSAs) e i *Personal Equity Plans* (PEPs).

Mentre non vi sono chiare evidenze di effetti delle agevolazioni sullo stock di risparmio, chiari effetti si evidenziano sulla composizione di portafoglio (OECD, 1994a e 1994b). Assumendo che la decisione di risparmio sia scomponibile in due fasi, nella prima il risparmiatore decide quale particolare attività detenere (scelta discreta), nella seconda fase quanto investire (scelta continua), gli studi evidenziano che le imposte (ossia il trattamento fiscale delle diverse attività) influenzano la prima scelta, mentre sono più ambigui gli effetti sulla seconda. Si può dunque ritenere che l'introduzione di una nuova agevolazione fiscale a favore di una specifica attività finanziaria induca una ricomposizione di portafoglio (con diminuzione del risparmio investito in attività alternative) almeno nel medio termine e a condizione che le attività siano tra loro strettamente sostituibili (in assenza di sostituibilità l'agevolazione è destinata a capitalizzarsi nel valore delle attività già detenute).

Effetti allocativi di questo genere sono ampiamente dimostrati, specialmente con riferimento alla realtà anglosassone degli schemi di risparmio previdenziale, sebbene gli incentivi qui introdotti siano sempre stati accompagnati da importanti campagne informative da parte sia del Governo sia delle società finanziarie interessate.

Gli effetti di ricomposizione del portafoglio indotti dalle agevolazioni fiscali di per sé possono costituire distorsioni nel funzionamento del mercato, ma trovano giustificazione in termini di efficienza se le agevolazioni sono dirette a rimediare a inefficienze di mercato (Robson, 1995).

4.2 Ostacoli alla domanda di equity e ruolo delle agevolazioni fiscali

Per alcune categorie di imprese, quali le imprese giovani, quelle di minori dimen-



sioni e quelle di carattere innovativo, l'accesso ai prestiti bancari o ad altre forme di indebitamento è reso difficile dalla carenza di garanzie materiali o dall'alto profilo di rischio. In assenza di idonea domanda di capitale di rischio molte di queste imprese soffrono di vincoli finanziari alla crescita. Come si è illustrato, numerosi sono i fattori che influenzano lo sviluppo del *private equity* e del mercato dell'*equity* per le Pmi in generale, all'interno di un Paese. Sul lato dell'offerta il fattore centrale è rappresentato dall'esistenza di un sufficiente numero di imprese in grado di sviluppare progetti di crescita e progetti d'investimento innovativi. Sul lato della domanda si individuano quei fattori di contesto (di carattere economico, istituzionale e regolamentare) all'interno dei quali i mercati possono autonomamente essere in grado di allocare risorse a favore delle imprese nuove, innovative e con progetti di crescita.

Negli anni Novanta molti Paesi hanno identificato *funding gaps* suscettibili di ostacolare la crescita dimensionale delle imprese, soprattutto se innovative. Per rimediare i Paesi hanno adottato approcci diversificati, agendo sul lato sia dell'offerta sia della domanda di *equity*; attraverso ad esempio l'allentamento della regolamentazione sul tipo di istituzioni autorizzate a effettuare investimenti in imprese non quotate (ad es. fondi pensione e compagnie di assicurazioni); fornitura di garanzie pubbliche sui prestiti o l'*equity* per le imprese o i fondi specializzati; schemi di domanda diretta di *equity*; prestiti agevolati; agevolazioni fiscali specifiche (Oecd, 2002a).

Sul lato della domanda di *equity*, la desiderabilità e l'efficacia delle politiche pubbliche di sostegno sono oggetto di dibattito nella maggior parte dei Paesi Ocse. Gli interventi pubblici si fondano in genere su due assunzioni: che il settore privato non sia in grado autonomamente di offrire sufficiente capitale alle imprese, specie se non quotate e specialmente nelle prime fasi di crescita; che il Governo sia in grado di selezionare le imprese di cui è socialmente desiderabile la crescita. Con riguardo al primo punto, le evidenze empiriche confermano l'esistenza di *funding gaps* e l'incapacità dei mercati finanziari a offrire, in presenza di asimmetria informativa, sufficienti capitali. Sul secondo punto, non è sempre dimostrato che il Governo sia in grado di selezionare correttamente le imprese *target*.

Molti Paesi, come più avanti illustrato in dettaglio, hanno utilizzato e utilizzano le agevolazioni fiscali alla domanda come modalità di intervento. Tale strumento assume che nel sistema finanziario esistano sufficienti capitali che attraverso le agevolazioni fiscali verrebbero specificamente canalizzati verso l'investimento in capitale per lo sviluppo. Le agevolazioni sono dunque dirette non tanto a stimolare la formazione di risparmio aggiuntivo, bensì a favorire riallocazioni di portafoglio nelle direzioni desiderate. A seconda delle inefficienze di mercato cui si cerca di rimediare, le agevolazioni fiscali sono talvolta riferite agli investimenti direttamente effettuati nelle imprese *target*, talvolta agli investimenti in *pooled vehicles* qualificati. Le agevolazioni del primo tipo possono risultare più efficaci nell'attrarre investitori attivi (*business angels*) che forniscono alle imprese anche servizi consulenziali. In altre esperienze gli incentivi fiscali sono resi disponibili agli investitori individuali o ai fondi di investimento specializzati.

Con specifico riguardo ad un ambito del *private equity*, il *venture capital* (VC), una ragione spesso invocata, specialmente nelle esperienze del Nord America, a sostegno della

concessione di agevolazioni fiscali a favore del settore risiede nel fatto che i servizi finanziari di VC comportano costi fissi, che possono scoraggiare le imprese minori ad avvalersene. In questo senso le agevolazioni fiscali costituirebbero un rimedio, consentendo di ridurre questi costi di transazione.

Nel disegno delle agevolazioni fiscali a favore del *private equity*, come in altri settori, viene suggerita la necessità che gli schemi agevolativi siano opportunamente calibrati sul piano temporale, contemperando l'esigenza che siano efficaci nel breve periodo, con la necessità che abbiano una durata sufficiente a consentire agli investitori di adattare ad essi le proprie decisioni di risparmio.

Malgrado il consistente sviluppo di misure di intervento pubblico, non sempre gli strumenti adottati sono stati adeguatamente valutati sotto i profili del costo, dell'efficacia rispetto agli obiettivi perseguiti e della efficacia relativa dei differenti approcci utilizzati. L'efficacia delle agevolazioni alla domanda di *equity* è funzione di diversi fattori: l'intensità degli incentivi (dipendente dalla misura dello sgravio concesso e dall'ammontare massimo di investimento ammesso a beneficiarne); le modalità tecniche (l'efficacia, come il costo, dell'agevolazione è differente per gli schemi *front-end* rispetto a quelli *back-end*); il rischio di pratiche elusive (*tax shelter*), ossia di comportamenti motivati prevalentemente da considerazioni di convenienza fiscale, più probabili con gli incentivi di tipo *front-end*; il rischio di creare distorsioni concorrenziali, tra imprese (o intermediari) beneficiari e non delle agevolazioni fiscali.

Un esempio dell'inefficacia e delle distorsioni indotte dalle agevolazioni fiscali è offerto dalla esperienza canadese dei *Labour Sponsored Venture Capital Funds* (LSVCCs), organismi di investimento collettivo promossi dai sindacati e assistiti da consistenti agevolazioni fiscali accordate agli investitori individuali (sotto forma sia di credito d'imposta sia di deducibilità dal reddito degli investimenti). Anche per effetto delle specifiche regole di *governance* di questi organismi, allo schema sono riconducibili alcune rilevanti distorsioni (Cumming e MacIntosh, 2002): il volume di capitali raccolti dai LSVCCs è risultato ben superiore all'offerta, inducendo alcuni fondi a sospendere la raccolta; la dimensione del portafoglio (ossia il numero delle imprese partecipate) è risultato sovraottimale; la raccolta dei LSVCCs ha pressoché in pari misura spiazzato gli altri fondi di investimento, fiscalmente non agevolati, senza generare un aumento netto del volume di risorse destinate al *private equity*; la performance (al lordo delle imposte/agevolazioni) dei LSVCCs è risultata ben inferiore a quella degli altri fondi di investimento, che per effetto delle agevolazioni hanno sofferto di *harmful competition*.

4.3 Schemi di agevolazione fiscale a favore della domanda di *equity*

4.3.1 Agevolazioni fiscali a favore dei risparmiatori o delle società di gestione di fondi specializzati

Rispetto ai normali investimenti azionari, l'investimento in società non quotate o in società quotate ma di dimensioni minori differisce, in estrema sintesi, per effetto del diverso profilo di rischio e dei maggiori costi associati all'investimento (costi informativi,



screening, etc.). Le variabili fiscali sono suscettibili di influenzare lo sviluppo dell'investimento in tali categorie di imprese. Assumendo per semplicità assenza di incertezza⁴, è possibile porre a confronto due categorie di intermediari (fondi di investimento azionario), il primo tradizionale (denominabile fondo generalista), il secondo specializzato (fondo specializzato) in azioni non quotate o in particolari famiglie di azioni quotate (quali le *mid small caps* oppure azioni quotate su specifici mercati). Si assume che le due categorie differiscano in virtù dei differenti costi di gestione, superiori nel caso degli intermediari specializzati. Ai risparmiatori, che sottoscrivono le quote dei fondi, deve essere garantito lo stesso rendimento netto, determinato come differenza tra il rendimento lordo, le imposte e le commissioni di gestione. Queste ultime costituiscono ricavi di gestione per i gestori dei fondi, che al netto dei costi di gestione e dell'imposta sul reddito societario determinano i profitti netti delle società di gestione. Posto il vincolo di uguaglianza dei rendimenti lordi attesi dai sottoscrittori dei due fondi, i differenziali di costo si traducono in differenti profitti netti, inferiori nel caso dei fondi specializzati. In queste condizioni la società di gestione non ha convenienza a costituire fondi specializzati.

Il divario può essere compensato attraverso due canali: riducendo l'aliquota di tassazione dei rendimenti del fondo specializzato; riducendo l'aliquota di tassazione del reddito della società di gestione del fondo specializzato (o in modo equivalente garantendo un credito d'imposta commisurato ai costi di gestione). Le due agevolazioni, pur ricadendo formalmente su soggetti diversi (risparmiatori e società di gestione del fondo), conducono in teoria allo stesso risultato. La riduzione della tassazione dei rendimenti lordi dovrebbe tradursi in un pari aumento dei rendimenti netti, a parità di commissioni di gestione; la riduzione dell'imposta societaria (o il credito d'imposta sui costi di gestione) dovrebbe tradursi in una pari diminuzione delle commissioni di gestione. Nella realtà, l'esistenza di frizioni rende più probabile che le due agevolazioni non si trasferiscano interamente, con la conseguenza che si determineranno equilibri intermedi.

Formalmente, le funzioni di profitto rispettivamente della società di gestione generalista (f_1) e della società di gestione specializzata (f_2) si possono esprimere nel modo seguente:

$$P_{f1} = p_1(1-t_{g1}) \quad (1)$$

$$P_{f2} = (p_2 - c)(1-t_{g2}) \quad (2)$$

dove P è il profitto netto, p è il ricavo di gestione, c il maggior costo di gestione della società che gestisce fondi specializzati e t_g è l'aliquota dell'imposta societaria.

Sul lato della domanda, i rendimenti netti ritratti dai sottoscrittori dei due fondi sono rispettivamente:

(4) Ciò significa assumere che i rendimenti lordi delle due categorie di intermediari siano identici, pur essendo differente il profilo di rischio. Tuttavia, l'analisi che segue non muta sul piano qualitativo anche se si rimuove tale assunzione, purché il differenziale tra i rendimenti lordi attesi delle due categorie di intermediari sia inferiore al differenziale dei costi di gestione.

$$r_{f1} = r(1-t_1)-p_1 \quad (3)$$

$$r_{f2} = r(1-t_2)-p_2 \quad (4)$$

dove r_f è il rendimento netto, r è il tasso di rendimento di mercato, t è l'aliquota di tassazione dei *capital gains* e p è la commissione di gestione corrisposta alla società di gestione (si assume per semplicità che le commissioni di gestione non siano deducibili).

Se le variabili fiscali sono le stesse per le due tipologie di investimenti, la società di gestione non ha interesse ad offrire fondi specializzati. Per indurla a farlo, assicurando al risparmiatore lo stesso rendimento netto, occorre modificare le aliquote di tassazione dei rendimenti finanziari (domanda) o del reddito societario (offerta).

Iniziando ad assumere che sul versante dell'offerta l'aliquota dell'imposta societaria sia la stessa ($t_{g1} = t_{g2}$), i profitti netti delle due società di gestione sono uguali a condizione che la società di gestione dei fondi specializzati stabilisca una commissione di gestione superiore, in ragione dei maggiori costi sostenuti ($p_2 = p_1 + c$).

Sul versante della domanda, l'uguaglianza dei rendimenti netti può essere assicurata solo a condizione che l'aliquota di tassazione per i fondi specializzati sia inferiore. Si dimostra che l'aliquota di tassazione deve essere:

$$t_2 = t_1 - c/r \quad (5)$$

In alternativa, assumendo che l'aliquota di tassazione dei rendimenti finanziari sia la stessa, posto il vincolo di uguaglianza dei rendimenti netti a favore dei sottoscrittori, ne discende che le commissioni di gestione devono essere equivalenti ($p_2 = p_1$); occorre dunque accettare una tassazione differenziata delle due società di gestione, con applicazione di un'aliquota inferiore per la società di gestione del fondo specializzato. Si dimostra che quest'ultima deve essere:

$$t_{g2} = (p_1 t_{g1} - c)/(p_1 - c) \quad (6)$$

ossia, data l'aliquota ordinaria e le normali commissioni di gestione, lo sgravio che deve essere riconosciuto alla società di gestione del fondo specializzato è tanto maggiore quanto superiori sono i costi addizionali (c).

Per valutare le implicazioni conviene riferirsi alle variabili fiscali esistenti in Italia, ossia $t_1 = 0,125$, $t_{g1} = 0,3825$ (Irpeg ed Irap). Assumendo che il tasso di interesse di mercato (r) sia pari al 5%, che le commissioni di gestione (p_1) siano del 2% e che i maggiori costi di gestione (c) siano dello 0,5%, sul versante della domanda dovrebbe essere applicata un'aliquota agevolata di imposta pari al 2,5%. In alternativa, sul versante dell'offerta l'aliquota dell'imposta societaria dovrebbe essere stabilita nella misura del 17,66%, ovvero più che dimezzata rispetto all'aliquota ordinaria.

In questo *framework* la riduzione dal 12,5% al 5% dell'aliquota applicata ai rendimenti dei fondi di investimento, disposta recentemente dal D.L. n. 269/2003, equivale ad assumere che nell'esempio i maggiori costi di gestione (c) siano dello 0,375%.



4.3.2 Agevolazioni fiscali *front-end* e *back-end*

Concentrando l'attenzione sul lato dei risparmiatori, gli schemi agevolativi a favore della domanda di *equity* possono assumere due forme generali: *front-end incentives*, in base ai quali gli investitori ricevono benefici fiscali (*tax credits*) ai fini delle imposte sui redditi, commisurati agli investimenti effettuati; *back-end incentives*, secondo cui gli investitori ricevono benefici fiscali sui redditi finanziari conseguiti (generalmente, si tratta dei *capital gains* realizzati all'atto del disinvestimento).

Gli schemi di tipo *front-end* avvantaggiano tutti gli investitori, indipendentemente dall'esito economico dell'investimento. Il principale difetto è che possono incoraggiare comportamenti prevalentemente motivati da considerazioni di tipo elusivo (*tax shelter*). Gli schemi di tipo *back-end* invece premiano solo gli investimenti che hanno avuto successo. Possono pertanto essere meno costosi per il Governo ma tuttavia indurre un volume di investimenti inferiore rispetto agli schemi *front-end*.

Sotto certe condizioni i due schemi agevolativi possono essere disegnati in modo da essere resi equivalenti *ex-ante*. La misura del credito d'imposta *front-end* equivalente ad un'agevolazione *back-end* concessa sui rendimenti finanziari è derivabile nel modo seguente:

$$(1+i_a)^n = (1+x)(1+i_n)^n \quad (7)$$

dove:

$i_a = i(1-t_a)$ è il rendimento (i) al netto delle imposte (t), in presenza di un trattamento fiscale agevolato ($t_a < t_n$)

$i_n = i(1-t_n)$ è il rendimento (i) al netto delle imposte ordinarie (t_n)

x è il credito d'imposta *front-end*, per semplicità assunto del tipo *matching grant* rapportato all'ammontare dell'investimento effettuato.

Si ricava che:

$$x = [(1+i_a)^n - (1+i_n)^n] / (1+i_n)^n \quad (8)$$

La misura del credito d'imposta è direttamente correlata alla durata dell'investimento (n), al rendimento di mercato (i), all'intensità dell'agevolazione (*back-end*) riconosciuta ai rendimenti finanziari.

Nella prima parte della Tavola 5 è simulato, con riferimento alle variabili fiscali italiane, il caso di un investimento di durata di 5 o 10 anni, con rendimenti attesi del 10% o del 5%. Si considerano tre misure di agevolazione *back-end* riconosciute sui rendimenti finanziari: t_a pari al 10%, 6,25% e 0%. Per un investimento che abbia durata di 5 anni, con rendimento lordo atteso del 10%, il credito *front-end* equivalente è pari rispettivamente a 1,15%, 2,91% e 5,88%. Per un investimento di durata 10 anni, il credito d'imposta è pari rispettivamente al 2,32%, 5,90%, 12,11%. Per rendimenti attesi inferiori (5%), il credito d'imposta si riduce. Ad esempio, se l'investimento ha durata di 5 anni e l'agevolazione *back-end* consiste nell'azzeramento dell'imposta sui rendimenti, il credito d'imposta si

riduce dal 5,88% al 3,03%.

Riferendosi invece al caso in cui l'agevolazione *back-end* consista nella riduzione dal 12,5% al 5% dell'aliquota applicata ai rendimenti finanziari (in linea con quanto previsto dal D.L. n. 269/2003), per un investimento che abbia durata di 5 anni il credito *front-end* equivalente è pari all'1,81%, mentre per un investimento di durata di 10 anni il credito è del 3,65%⁵.

Nella parte destra della tavola 5 è invece simulato il caso ipotetico di un Paese che applica ai redditi da capitale un'aliquota ordinaria superiore a quella italiana (30% nell'esempio). Vengono simulate tre aliquote agevolate: 20%, 15% e 0%. La simulazione mostra come a parità di altre condizioni il credito d'imposta equivalente è superiore rispetto al caso italiano.

L'equivalenza permette di mettere in luce un elemento cruciale dell'attuale assetto della tassazione dei redditi da capitale in Italia, comparativamente alle principali esperienze estere. Nel nostro Paese i redditi da capitale e in particolare i *capital gains* sono soggetti ad un'aliquota di tassazione assai lieve ($t_n=12,5\%$); ne consegue che esistono margini molto modesti per innestare nell'attuale assetto trattamenti agevolativi che siano di intensità significativa. Un'esemplificazione di questo è data dal fatto che in condizioni normali (ossia investimenti con durata di 5 anni e rendimenti del 5%) l'azzeramento dell'imposta sui rendimenti (12,5%) equivale ad un credito d'imposta *front-end* pari soltanto al 3% circa.

Tavola 5 - Tax credit equivalente alle agevolazioni *back-end* ⁽¹⁾

Aliquota ordinaria redditi da capitale 12.5%							Aliquota ordinaria redditi da capitale 30.0%						
i	t_a	i_a	t_n	i_n	n	tax credit	l	t_a	i_a	T_n	i_n	n	tax credit
10%	10%	9%	1.25%	8.75%	5	1.15%	10%	20%	8%	30%	7%	5	4.76%
10%	6.25%	9.375%	1.25%	8.75%	5	2.91%	10%	15%	8.5%	30%	7%	5	7.21%
10%	0%	10%	1.25%	8.75%	5	5.88%	10%	0%	10%	30%	7%	5	14.83%
10%	10%	9%	1.25%	8.75%	10	2.32%	10%	20%	8%	30%	7%	10	9.75%
10%	6.25%	9.375%	1.25%	8.75%	10	5.90%	10%	15%	8.5%	30%	7%	10	14.94%
10%	0%	10%	1.25%	8.75%	10	12.11%	10%	0%	10%	30%	7%	10	31.85%
5%	10%	4.5%	1.25%	4.375%	5	0.60%	5%	20%	4%	30%	3.5%	5	2.44%
5%	6.25%	4.6875%	1.25%	4.375%	5	1.51%	5%	15%	4.25%	30%	3.5%	5	3.68%
5%	0%	5%	1.25%	4.375%	5	3.03%	5%	0%	5%	30%	3.5%	5	7.46%
5%	10%	4.5%	1.25%	4.375%	10	1.20%	5%	20%	0.04	30%	3.5%	10	4.94%
5%	6.25%	4.6875%	1.25%	4.375%	10	3.03%	5%	15%	0.0425	30%	3.5%	10	7.49%
5%	0%	5%	1.25%	4.375%	10	6.15%	5%	0%	0.05	30%	3.5%	10	15.48%

(1) i =rendimento di mercato; t_a =aliquota agevolata sui redditi da capitale; i_a =rendimento al netto dell'aliquota agevolata; t_n =aliquota ordinaria sui redditi da capitale; i_n =n=anni di durata dell'investimento

Elaborazioni dell'autore

In generale, l'equivalenza tra agevolazione *front-end* e *back-end* si realizza *ex-ante*, assumendo un prefissato rendimento di mercato. Se i rendimenti *ex-post* differiscono da quelli attesi, i due schemi non sono più equivalenti.

(5) Assumendo un rendimento di mercato superiore (10%) la misura del credito d'imposta *front-end* è rispettivamente pari al 3,50% e al 7,11%.



4.4 Agevolazioni fiscali a favore dell'investimento in *equity*: una rassegna delle principali esperienze internazionali

I Paesi che utilizzano incentivi fiscali all'investimento in *equity* differiscono nelle condizioni alle quali è subordinata la concessione delle agevolazioni fiscali. In alcuni casi gli incentivi sono concessi agli investimenti “qualificati” compiuti direttamente da parte di individui (*business angels*) o società. Diversamente, essi possono essere concessi per gli investimenti compiuti in o da parte di specifici veicoli finanziari (ad es. *venture capital funds*).

Alcune evidenze empiriche mostrano che gli incentivi diretti stimolano un volume maggiore di investimenti quando sono concessi a soggetti che oltre a offrire capitale di rischio forniscono anche servizi di consulenza.

Gli incentivi fiscali spesso sono indirizzati selettivamente agli investimenti compiuti in particolari settori economici (ad esempio a favore delle imprese dei settori ad alta tecnologia), o fasi di crescita dell'impresa (ad esempio *seed* o *early stage*). Inoltre esistono normalmente limitazioni quantitative (limiti minimi o massimi di investimento qualificabile per l'agevolazione) e vincoli temporali (riferiti al periodo minimo di possesso delle partecipazioni sociali).

Nel corso degli anni Novanta molti preesistenti schemi agevolativi sono stati ridisegnati o soppressi perché ritenuti inefficaci o non più attuali rispetto agli obiettivi perseguiti. Tra gli schemi *front-end* attualmente esistenti le agevolazioni sono concesse, sotto forma di *tax credit*, prevalentemente alle persone fisiche che effettuano investimenti finanziari in fondi di investimento qualificati (cfr. tavola 6; per maggiori dettagli sulle specifiche esperienze si rinvia all'Appendice).

In base al regime inglese dell'*Enterprise Investment Scheme*, introdotto nel 1994, gli investitori individuali beneficiano di un credito d'imposta ai fini dell'imposta personale

Tavola 6 - Incentivi fiscali *front-end*

Paese	Incentivo <i>front-end</i> (% <i>tax credit</i>)	Ammontare di investimento qualificato	Schema
Francia	25% 25%	12 000 euro 6 000 euro	<i>Fonds Commun de Placement dans l'innovation (FCPI)</i> Investimenti diretti in società non quotate
Irlanda	20%	31 750 euro	<i>Business Expansion Scheme (BES)</i>
Paesi Bassi	100%	2 270 euro	<i>Tax Compensation Scheme</i>
Polonia	50%	Nessun limite	<i>Investment Tax Credits Programme</i>
Svizzera	50%	500 000 CHF	<i>Federal Decree on Venture Capital Companies</i>
Regno Unito	20% 20% 20%	100 000 GBP 150 000 GBP Nessun limite	<i>Venture Capital Trust (VCT)</i> <i>Enterprise Investment Scheme (EIS)</i> <i>Corporate Venture Scheme (CVS)</i>
Canada	15%	3 500 CAD	<i>Labour-Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCCs)</i>
Stati Uniti	100%	Nessun limite	<i>Certified Capital Companies (CAPCO)</i> a livello statale (Florida, Louisiana, Missouri, New York)

Elaborazioni dell'autore

sul reddito in misura pari al 20%, commisurato all'investimento in società di piccole dimensioni "qualificate"; l'ammontare annuale di investimenti ammessi a fruire dell'agevolazione è pari a 100.000 GBP; l'investimento deve essere detenuto per almeno 5 anni. Agevolazioni analoghe sono riconosciute allo schema noto come *Venture Capital Trust*. I termini e le condizioni dei due schemi sono stati corretti nel corso del tempo con l'obiettivo di assicurare che siano incentivati gli investimenti in società di nuova costituzione o in fase di espansione.

In Irlanda lo schema noto come *Relief for Investment in Corporate Trades* (o *Business Expansion Scheme* – BES) consente agli investitori individuali di dedurre dal reddito il costo dell'investimento in azioni (di nuova emissione) di società non quotate entro il limite annuale di 31.750 euro (limite doppio per le coppie). L'investitore che in un certo anno non è in grado di dedurre interamente l'ammontare investito (in quanto l'investimento è superiore al limite annuale o l'investimento eccede il reddito imponibile) può riportare l'eccedenza negli anni successivi, entro il limite annuale di 31.750 euro. Per beneficiare dell'agevolazione le azioni devono essere detenute per almeno 5 anni.

In Francia, gli investimenti nei *Fonds Commun de Placement dans l'Innovation* (FCPI), che costituiscono una particolare categoria di *Fonds communs de placement à risque*, beneficiano di un credito d'imposta pari al 25% dell'investimento, fino a un massimo di 12.000 euro (24.000 per le coppie). Un'analoga agevolazione è riconosciuta agli investimenti diretti in azioni di società non quotate, entro il limite annuale di 6.000 euro (limite doppio per le coppie).

Il *Tax Compensation Scheme* nei Paesi Bassi attribuisce alle persone fisiche che investono almeno 2.270 euro in piccole società olandesi "qualificate" un ammontare equivalente di *tax credit*.

Negli USA, mentre non sono previsti schemi agevolativi federali, alcuni Stati riconoscono un credito d'imposta del 100% (talvolta anche superiore) per un periodo di 10 anni alle compagnie di assicurazioni che investano in *Certified Capital Companies*.

L'esperienza extraeuropea più nota è quella del Canada dove sia il Governo federale sia quelli provinciali concedono agevolazioni fiscali a favore di un ambito specifico del *private equity*, il *venture capital* (Mintz, 2001; OECD, 2002a).

In particolare sono previste agevolazioni fiscali, in forma di *tax credit*, alle persone fisiche che investono in specifici fondi di investimento, di natura mista (pubblico-privato), denominati *Labour-Sponsored Venture Capital Corporations* (LSVCCs), che sono gestiti dai sindacati dei lavoratori e tendono ad essere fondati su base regionale. L'investitore riceve un credito d'imposta federale del 15% fino a 3.500 CAD di investimenti effettuati; i fondi sono tenuti a investire in società piccole *early-stage*. Le province canadesi concedono normalmente crediti d'imposta aggiuntivi alle stesse condizioni.

Molti Paesi concedono agevolazioni *back-end* sugli investimenti in società piccole di carattere innovativo. Le agevolazioni di tipo *back-end* consistono in abbattimenti o esenzioni dall'imposta dovuta sui dividendi e i *capital gains* conseguiti dagli investitori individuali; talvolta l'agevolazione è concessa in capo ai fondi di investimento (cfr. tavola 7; per maggiori dettagli si rinvia all'Appendice).

**Tavola 7 - Incentivi fiscali *back-end***

Paese	Incentivo <i>back-end</i> (aliquota applicata)	Ammontare di investimento qualificato	Schema
Austria	0%	18 900 euro	<i>Individual capital gains tax</i>
Francia	0%	Nessun limite	<i>Sociétés de Capital Risque (SCR)</i>
	0%	Nessun limite	<i>Fonds Commun de Placement a Risques (FCPR)</i>
	0%	Nessun limite	<i>Fonds Commun de Placement dans l'innovation (FCPI)</i>
	0%	132 000 euro	<i>Plan d'épargne en actions (PEA)</i>
	Ridotta		<i>Contrats d'assurance vie (DSK)</i>
Paesi Bassi	0%	22 700 euro	<i>Tax Compensation Scheme</i>
Spagna	0%	Nessun limite	<i>Fondos de Capital Riesgo (FCR);</i>
			<i>Sociedades de Capital riesgo (SCR)</i>
Italia	5%	Nessun limite	Fondi comuni specializzati in <i>mid small caps</i> area UE
	12,5%	Nessun limite	Fondi chiusi (con meno di 100 sottoscrittori)
Svizzera	0%	250 000 CHF	<i>Federal Decree on Venture Capital Companies</i>
Ungheria	0%	Nessun limite	<i>Private equity scheme</i>
Polonia	Ridotta	Nessun limite	<i>Investment Tax Credits Programme</i>
Regno Unito	0%	150 000 GBP	<i>Enterprise Investment Scheme</i>
	0%	100 000 GBP	<i>Venture Capital Trust</i>
	<i>Tax deferral</i>	Nessun limite	<i>Corporate venture scheme (CVS)</i>
	0%	7 000 GBP	<i>Individual savings accounts (ISAs)</i>
Australia	0%	Nessun limite	<i>Pooled Development Funds</i>
Corea	0%	Nessun limite	<i>Special Tax Treatment Control Law</i>
Stati Uniti	Ridotta	Nessun limite	<i>Initial Public Offering (IPO) scheme</i>

Elaborazioni dell'autore

Nel Regno Unito, ad esempio, in base agli schemi sopra ricordati (*Enterprise Investment Scheme* - EIS e *Venture Capital Trust*- VCT) gli investitori sono esentati dalla tassazione dei *capital gains* realizzati attraverso la cessione delle quote EIS o VCT.

Analogamente, in Australia sono esenti da tassazione i dividendi e i *capital gains* realizzati dalle persone fisiche attraverso *Pooled Development Funds*, ossia fondi di investimento tenuti ad investire in società di piccole e medie dimensioni.

In Francia gli investitori persone fisiche non sono soggetti a tassazione sui *capital gains* derivanti dalla cessione di azioni delle *Société de Capital Risque* (SCR) detenute per almeno 5 anni. Analoga agevolazione è riconosciuta ai *Fonds Communs de Placement à Risque* (FCPR), fondi comuni di investimento la cui finalità è quella di raccogliere risparmio presso le imprese e le persone fisiche e farlo confluire in investimenti in società non quotate. Dal punto di vista fiscale, le persone fisiche che sottoscrivono e detengono per 5 anni quote del FCPR sono esonerate dall'imposizione sui proventi percepiti, purché questi siano immediatamente reinvestiti nel fondo e restino indisponibili nei 5 anni. È inoltre prevista l'esenzione dei *capital gains* conseguiti con la cessione o il rimborso delle quote, a condizione che la cessione o il rimborso avvengano successivamente alla conclusione

del periodo di indisponibilità delle quote. Nel caso delle persone giuridiche che abbiano sottoscritto quote di FCPR, i *capital gains* conseguiti beneficiano del regime di tassazione di lungo termine, ossia si applica l'aliquota del 19,57% anziché quella ordinaria del 34,33%-35,43%.

Agevolazioni *back-end* esistono anche in Spagna in relazione agli investimenti compiuti attraverso due strutture di intermediari, *Sociedades de Capital Riesgo* (SCR) e *Fondos de Capital Riesgo* (FCR), il cui scopo principale è l'investimento in società non quotate. I redditi distribuiti sono esenti in capo ai sottoscrittori. Inoltre, tali organismi, pur essendo soggetti alla normale imposta societaria, beneficiano dell'esenzione sui dividendi percepiti e, a certe condizioni, sui *capital gains* realizzati. Dal 2003 quest'ultima esenzione è riconosciuta anche quando la società partecipata viene ammessa alla quotazione.

Gli USA applicano aliquote d'imposta inferiori a quelle ordinarie per i *capital gains* su azioni di società piccole e medie acquistate al momento della quotazione, a condizione che siano detenute per almeno 5 anni.

In numerosi Paesi (ad esempio Canada, Francia, Germania, USA, Regno Unito) le agevolazioni fiscali assumono la forma del *tax deferral* sui *capital gains* realizzati e che siano reinvestiti in società piccole e medie. In Canada ad esempio le persone fisiche possono differire la tassazione dei *capital gains* realizzati attraverso la cessione di azioni di piccole società qualificate a condizione che i proventi conseguiti (fino al limite di 500.000 CAD) siano reinvestiti in altre piccole società qualificate. Analogamente, negli USA la tassazione dei *capital gains* sugli investimenti di *venture capital* è differita a condizione che i proventi siano reinvestiti entro 60 giorni in un altro investimento di VC. Nel Regno Unito il differimento della tassazione riguarda i *capital gains* che entro 3 anni siano reinvestiti in società industriali non quotate.

In termini generali i predetti schemi agevolativi, di tipo sia *front-end* sia *back-end*, sono riservati agli investimenti in titoli di società non quotate sui mercati regolamentati; in casi particolari le agevolazioni sono estese ai titoli successivamente divenuti oggetto di quotazione. E' ad esempio il caso della Spagna che come detto estende l'esenzione dei *capital gains* ai titoli successivamente ammessi alla quotazione (a condizione che siano ceduti nel breve termine); negli Stati Uniti l'agevolazione è proprio circoscritta ai *capital gains* conseguiti a partire dall'atto della quotazione.

È tuttavia da segnalare che alcuni Paesi estendono gli schemi agevolativi, previsti per le società non quotate, alle società quotate su specifici mercati di negoziazione. Ad esempio nel Regno Unito gli schemi agevolativi previsti per gli investitori individuali ed istituzionali (*Enterprise Investment Scheme* e *Venture Capital Trust*) sono estesi alle società quotate all'AIM del *London Stock Exchange* (cfr. Appendice). In Irlanda lo schema del *Business Expansion Scheme* non si applica alle società quotate sul *Full List* o sul *Unlisted Security Market* (USM), ma sono applicabili alle società quotate sul *Developing Companies Market* (DCM) e in generale ai titoli negoziati *over the counter*. Analogamente in Francia le agevolazioni previste per i *Fonds Communs de Placement à Risques* si applicano anche alle azioni di società quotate al *Nouveau Marché* o su mercati simili dei Paesi aderenti allo spazio economico europeo.

Con riguardo al nostro Paese, è invece specificamente riferita alle società quotate



l'agevolazione che è stata introdotta dall'art.12 del D.L. n. 269/2003 all'interno di un pacchetto di misure fiscali dirette a favorire la nuova quotazione⁶. L'agevolazione, di tipo *back-end*, è costituita dalla riduzione dal 12,5% al 5% dell'aliquota dell'imposta applicata agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari specializzati in società di piccola e media capitalizzazione (intendendo per tali le società con una capitalizzazione di mercato non superiore a 800 milioni di euro). Possono beneficiarne i fondi che investano non meno dei due terzi dell'attivo in azioni *mid small caps* ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati degli Stati membri della UE.

Sempre con riguardo al nostro Paese è anche da ricordare il trattamento fiscale parzialmente agevolato riconosciuto in alcune circostanze ai fondi chiusi di investimento mobiliare. Nel caso di fondi chiusi con un numero di sottoscrittori non inferiore a 100 (come anche nel caso di fondi chiusi le cui quote siano detenute per oltre il 50% da investitori qualificati), sui *capital gains* derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate si applica l'aliquota del 12,5% anziché quella normale del 27%.

(6) Le altre misure riguardano le imprese che si quotano entro il 31.12.2004: i) la deducibilità, aggiuntiva rispetto a quella ordinaria, delle spese sostenute dalle imprese per la quotazione (art. 1, D.L. n. 269/2003); ii) la riduzione al 20% dell'aliquota dell'imposta sul reddito (entro 30 milioni di euro di imponibile) per l'anno di quotazione e i due successivi (art. 11, D.L. n. 269/2003).

5. Osservazioni conclusive

Negli corso degli anni Novanta molti Paesi hanno preso consapevolezza dell'esistenza di *funding gaps* suscettibili di ostacolare la crescita delle imprese innovative e del fatto che in assenza di idonea domanda di capitale di rischio (*private equity*, *venture capital* o quotazione) molte di queste imprese soffrono di vincoli finanziari alla crescita. Per rimediare i Paesi hanno adottato approcci diversificati, agendo sul lato sia dell'offerta sia della domanda di capitale, attraverso ad esempio l'allentamento della regolamentazione sul tipo di istituzioni autorizzate ad effettuare investimenti di *private equity* (ad esempio fondi pensione e compagnie di assicurazioni); la fornitura di garanzie pubbliche sui prestiti o l'*equity* per le imprese o i fondi specializzati; gli schemi di domanda diretta di *equity*; i prestiti agevolati; le agevolazioni fiscali specifiche. Anche le variabili fiscali sono suscettibili di influire direttamente o indirettamente sullo sviluppo del mercato dell'*equity*, tanto dal lato della offerta che della domanda.

Sul lato dell'offerta, a prescindere dalla presenza di agevolazioni fiscali, i sistemi tributari possono influire sull'avvio e la crescita delle imprese minori. Trattamenti fiscali agevolativi, sempre incentrati sull'offerta, si riscontrano in numerosi Paesi, ad esempio a favore degli investimenti immateriali (R&D). A una variabile fiscale, ovvero il differente trattamento tributario del capitale di debito rispetto all'*equity*, viene data particolare enfasi. Frequentemente i sistemi tributari non sono neutrali rispetto alle scelte finanziarie delle imprese, favorendo il debito rispetto all'*equity*. Questa non neutralità favorisce a parità di condizioni le imprese mature rispetto alle imprese nuove e a quelle minori, che hanno minore facilità di accedere al debito. Più in generale, un sistema tributario neutrale, che non distorca quindi le scelte finanziarie, crea i corretti incentivi alla crescita e all'accumulazione.

Un'altra variabile è stata enfatizzata in letteratura, ossia la tassazione dei *capital gains* azionari, in quanto si ritiene che esista una correlazione negativa tra l'aliquota di tassazione dei *capital gains* e la domanda di *equity*. Analisi più recenti hanno però dimostrato la maggior sensibilità dell'offerta rispetto alla domanda alla riduzione dell'aliquota di tassazione.

Più in generale, politiche pubbliche (tributarie o non) di stimolo all'imprenditorialità, all'innovazione e alla crescita delle imprese minori, ovvero di stimolo all'offerta, appaiono più efficaci della riduzione della tassazione dei *capital gains*, ossia di politiche fiscali preferenziali a favore della domanda.

Nell'esperienza internazionale trovano ampio spazio anche le agevolazioni fiscali a favore della domanda (diretta o intermediata) di *equity* da destinare alle imprese di minori dimensioni. Frequentemente, esse fanno parte di più generali strategie di stimolo all'innovazione e come tali si accompagnano ad altre misure, tributarie o meno, di sostegno all'offerta. In alcune esperienze, allorché si intendono rimuovere specifici ostacoli alla domanda, esse sono circoscritte a quest'ultima. L'esperienza ha insegnato che questo genere di agevolazioni fiscali riferite alla domanda (e quindi in definitiva al risparmio) appaiono efficaci nel determinare ricomposizioni di portafoglio, piuttosto che nell'aumentare lo *stock* complessivo di risparmio. Tuttavia difficilmente esse sono in grado di



autofinanziarsi; comportano quindi un costo, la cui copertura deve essere resa esplicita. Inoltre, gli effetti di ricomposizione del portafoglio indotti dalle agevolazioni fiscali di per sé costituiscono distorsioni nel funzionamento del mercato, che possono trovare giustificazione in termini di efficienza se le agevolazioni sono dirette a rimediare a comprovate inefficienze di mercato.

Sempre sul lato della domanda di *equity*, la desiderabilità e l'efficacia delle politiche pubbliche di sostegno sono oggetto di dibattito in molti Paesi Ocse. Molti di questi hanno utilizzato e utilizzano le agevolazioni fiscali alla domanda come modalità di intervento. Tale strumento assume che nel sistema finanziario esistano sufficienti capitali che attraverso le agevolazioni fiscali verrebbero specificamente canalizzati verso l'investimento in *equity* per lo sviluppo delle imprese. Le agevolazioni sono dunque dirette non tanto a stimolare la formazione di risparmio aggiuntivo, bensì a favorire riallocazioni di portafoglio nelle direzioni desiderate. A seconda delle inefficienze di mercato cui si cerca di rimediare, le agevolazioni fiscali sono talvolta riferite agli investimenti direttamente effettuati nelle imprese *target*, talvolta agli investimenti in *pooled vehicles* qualificati. In altre esperienze gli incentivi fiscali sono resi disponibili agli investitori individuali o ai fondi di investimento specializzati.

Anche nelle sedi internazionali (ad esempio OECD, 2002a) queste modalità di intervento pubblico a favore dell'*equity* sono viste con relativo favore, pur senza sottovalutarne le possibili controindicazioni (ad esempio i costi, il rischio di pratiche elusive e di possibili distorsioni concorrenziali, tra imprese o intermediari beneficiari e non delle agevolazioni fiscali). Come insegnano alcune esperienze estere (quella canadese in particolare) le agevolazioni devono essere opportunamente calibrate, per prevenire effetti distortivi, quali l'eccesso di domanda rispetto all'offerta o il dimensionamento inefficiente del portafoglio.

Come si è illustrato nel lavoro, uno degli ostacoli specifici allo sviluppo del mercato dell'*equity* sul versante della domanda è costituito dai maggiori costi associati all'investimento (costi informativi, *screening*), in presenza dei quali gli intermediari possono ritenere non profittevole operare sul mercato del *private equity* o investire in società quotate di piccola capitalizzazione. Rispetto a questi ostacoli, in teoria è possibile disegnare due schemi fiscali agevolativi, da impiegarsi alternativamente o congiuntamente: nel primo i maggiori costi di gestione sono compensati attraverso la riduzione dell'aliquota di tassazione dei rendimenti finanziari (tipicamente *capital gains*); nel secondo la compensazione avviene attraverso la riduzione dell'aliquota di tassazione sul reddito delle società di gestione o attraverso la concessione di un credito d'imposta commisurato ai maggiori costi di gestione. Il primo schema attribuisce formalmente l'agevolazione al risparmiatore, il secondo alla società di gestione. Utilizzando le variabili fiscali proprie del nostro Paese si dimostra che, per valori normali dei costi di gestione, la compensazione richiede una diminuzione consistente dell'aliquota di tassazione dei *capital gains* o del reddito societario.

Qualora lo schema agevolativo sia riferito ai risparmiatori, esso può essere disegnato nella forma *front-end* o in quella *back-end*. Gli schemi di tipo *front-end* avvantaggiano tutti gli investitori, indipendentemente dall'esito economico dell'investimento. Il principale difetto è che possono incoraggiare comportamenti prevalentemente motivati da

considerazioni di tipo elusivo (*tax shelter*). Gli schemi di tipo *back-end* invece premiano solo gli investimenti che hanno avuto successo; pertanto possono essere meno costosi per il Governo; tuttavia, possono indurre un volume di investimenti inferiore rispetto agli schemi *front-end*.

Nel panorama internazionale sono prevalenti gli schemi di tipo *back-end*, che pur essendo meno incentivanti, comportano minori costi per l'erario. Schemi del genere esistono in Austria, Italia, Francia, Paesi Bassi, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti. Schemi di tipo *front-end*, particolarmente generosi, esistono in Francia, Irlanda, Regno Unito e Canada.

Questi schemi agevolativi, di tipo sia *front-end* sia *back-end*, sono normalmente riservati agli investimenti in titoli di società non quotate sui mercati regolamentati. In alcune importanti esperienze, tuttavia, gli schemi agevolativi, previsti per le società non quotate, sono estesi alle società quotate su specifici mercati di negoziazione (cfr. Appendice).

Anche il nostro Paese ha recentemente avviato con l'art. 12 del D.L. n. 269/2003 uno schema agevolativo di tipo *back-end* a favore degli investimenti in *equity* di imprese a piccola e media capitalizzazione da parte dei fondi comuni di investimento. A differenza degli schemi più diffusi nell'esperienza internazionale e analizzati in questo lavoro, l'agevolazione è riferita alle imprese quotate sui mercati regolamentati. L'agevolazione fa parte di un pacchetto di misure fiscali (riferite sia alla offerta sia alla domanda di *equity*) dirette ad incoraggiare la quotazione di nuove società, misure intese quindi a correggere la specifica distorsione del sistema italiano, caratterizzato dal limitato numero di imprese quotate e dall'elevato numero di imprese potenzialmente quotabili (cfr. ad esempio Pellizzoni, 2002).

Analogamente alle esperienze estere, anche nel nostro Paese agevolazioni fiscali selettive a favore del risparmio azionario, com'è l'agevolazione introdotta dall'art. 12 del D.L. n. 269/2003, possono trovare differenti motivazioni: si tratta di strumenti efficaci rispetto all'obiettivo di favorire una data riallocazione di portafoglio, a parità di stock di risparmio; rappresentano uno strumento efficace nel rimuovere almeno in parte gli ostacoli alla costruzione di allocazioni di portafoglio più efficienti (Petrella, 2003); le agevolazioni possono essere circoscritte selettivamente a particolari tipologie di emissioni, come nel caso delle *mid small caps*; anche se riferite alle società quotate, tali agevolazioni avvantaggiano anche le non quotate, costituendo un incentivo *implicito* alla quotazione di nuove società.

L'impiego di agevolazioni di questo genere incontra tuttavia alcuni limiti e controindicazioni, in parte comuni agli altri Paesi, in parte specifiche all'Italia: nel momento in cui si sceglie uno schema di tipo *back-end*, anziché di tipo *front-end*, l'intensità delle possibili agevolazioni è limitata, considerata l'attuale tassazione non onerosa dei *capital gains*. In secondo luogo, l'introduzione di agevolazioni fiscali richiede una preventiva selezione delle priorità che si intendono perseguire; nel caso italiano, le agevolazioni a favore delle *mid small caps* entrano in concorrenza con quelle attualmente riservate al risparmio previdenziale (fondi pensione), prevedibilmente destinate ad essere rafforzate nel prossimo futuro. Infine, i vincoli europei di non discriminazione fiscale indeboliscono l'efficacia delle possibili agevolazioni rispetto all'obiettivo del rafforzamento del merca-



to azionario domestico (infatti la nuova agevolazione prevista dall'art. 12 si applica alle imprese ovunque quotate e ovunque residenti all'interno della UE).

Più in generale, non si può trascurare il fatto che le recenti misure fiscali a sostegno delle nuove quotazioni e delle *mid small caps* vengono collocate in un assetto tributario che è recentemente mutato rispetto alla riforma del 1997-98, che aveva prodotto il risultato di riequilibrare il trattamento fiscale del capitale di rischio e di debito, riducendo i differenziali di costo e quindi le preesistenti distorsioni. Vi sono numerose evidenze empiriche (ad esempio Staderini, 2001) che dimostrano che le imprese hanno effettivamente reagito al nuovo assetto tributario, modificando le proprie scelte nelle direzioni attese. La riforma aveva quindi creato i corretti incentivi alla crescita e accumulazione. I provvedimenti assunti a partire dal 2001 e quelli prefigurati dalla nuova riforma tributaria fanno ritenere che il nuovo sistema sia meno neutrale e quindi meno efficiente del precedente. A meno di assumere l'immediata soppressione dell'Irap (ipotesi per altro irrealistica per ragioni di gettito), il divario tra il costo del debito e dell'*equity* è prevedibilmente destinato ad ampliarsi (Giannini, 2002), riproponendo le distorsioni (anche se di minore intensità) esistenti prima della riforma del 1997-98. È da ricordare infine che l'esperienza italiana della *Dual Income Tax* e quelle analoghe presenti nei Paesi nordici e in Austria sono state viste con interesse in sede internazionale e europea (European Commission, 2000), perché capaci di attenuare gli ostacoli che indeboliscono lo sviluppo del mercato dell'*equity* nella UE e l'efficienza dei mercati azionari. Rispetto all'obiettivo dell'allargamento del mercato azionario italiano, la Dit ha inoltre costituito un incentivo *implicito* alla quotazione (Gandullia e Paleari, 2001), premiando l'*equity* e la patrimonializzazione delle imprese.

Appendice

Principali esperienze estere di incentivazione fiscale a favore della domanda di equity

Francia - Nella realtà francese è possibile identificare diverse modalità di incentivazione fiscale: le agevolazioni fiscali a favore della sottoscrizione diretta o intermediata del capitale di rischio di società non quotate; i contratti di assicurazione sulla vita DSK; i piani di risparmio in azioni (PEA).

Sottoscrizione del capitale di rischio

Nel 1994 è stata introdotta un'agevolazione (successivamente prorogata a fine 2006) a favore delle persone fisiche residenti in Francia che sottoscrivano in denaro il capitale iniziale o l'aumento di capitale di piccole società non quotate. Sono ammessi al beneficio fiscale i versamenti effettuati entro il limite annuale (dal 2002) di 6.000 euro (12.000 per le coppie). Il beneficio fiscale è costituito da una detrazione d'imposta pari al 25% dei versamenti. Il beneficio non è in genere cumulabile ad altri. Ad esempio, quando l'investitore ha beneficiato dell'agevolazione fiscale non può collocare le azioni acquisite nei *plans d'épargne en actions*. Qualora le azioni siano cedute, anche in parte, prima della fine del quinto anno successivo a quello di acquisto, il beneficio fiscale inizialmente ottenuto viene recuperato.

Nell'ambito del risparmio azionario intermediato sono state introdotte, negli ultimi anni, nuove figure di intermediari finanziari: i *Fonds Communs de Placement à Risques* (FCPR) e i *Fonds Communs de Placement dans l'Innovation* (FCPI).

I FCPR sono fondi comuni di investimento la cui finalità è quella di raccogliere risparmio presso le imprese e le persone fisiche e farlo confluire in investimenti in società non quotate. Tali fondi sono tenuti ad investire almeno il 40% (il 50% a partire dal 2002) del loro attivo in titoli di società non quotate esercenti un'attività industriale o commerciale e aventi sede in uno Stato della UE. Dal 2002 sono inoltre ammessi gli investimenti in titoli di società quotate al *Nouveau Marché* o su mercati simili dei Paesi aderenti allo Spazio economico europeo, a condizione che tali titoli permangano al fondo per almeno 5 anni.

Dal punto di vista fiscale, le persone fisiche che sottoscrivono e detengono per 5 anni quote del FCPR sono esonerate dall'imposizione sui proventi percepiti, purché questi siano immediatamente reinvestiti nel fondo e restino indisponibili nei 5 anni successivi. È inoltre prevista l'esenzione dei *capital gains* conseguiti con la cessione o il rimborso delle quote, a condizione che la cessione o il rimborso avvengano successivamente alla conclusione del periodo di indisponibilità delle quote. Nel caso delle persone giuridiche che abbiano sottoscritto quote di FCPR, i *capital gains* conseguiti beneficiano del regime di tassazione dei *capital gains* di lungo termine, ossia si applica l'aliquota del 19,57% anziché quella ordinaria del 34,33%-35,43%.

Una seconda figura innovativa di intermediari finanziari sono i FCPI, che possono



considerarsi una particolare categoria di FCPR. L'attivo di tali fondi deve essere costituito per almeno il 60% da titoli di società (considerate fiscalmente) non quotate aventi la loro sede o una stabile organizzazione in un Paese membro della UE, con almeno 500 dipendenti e caratterizzate da una forte innovatività.

I sottoscrittori delle quote di FCPI godono dello stesso genere di trattamento previsto per i FCPR, cui va ad aggiungersi, per le persone fisiche, un credito d'imposta pari al 25% dei versamenti effettuati entro il limite di 75.000 FF all'anno (150.000 FF per le coppie), elevati dal 2002 rispettivamente a 12.000 e 24.000 euro.

I predetti regimi agevolativi sarebbero dovuti scadere alla fine del 2001, ma sono stati prorogati fino alla fine del 2006; inoltre, la regolamentazione dei FCPR e FCPI è stata, di recente, resa più uniforme. Per entrambe le categorie, è infatti previsto che si debbano soddisfare le condizioni di composizione dell'attivo entro la fine dell'esercizio successivo a quello di costituzione e durante il periodo di liquidazione; al termine dei 5 anni i fondi non sono più tenuti ad osservare le condizioni di composizione dell'attivo.

Contrats d'assurance vie (DSK)

I contratti di assicurazione cosiddetti DSK, introdotti nel 1998, beneficiano di agevolazioni fiscali ulteriori rispetto a quelle riconosciute ai normali contratti di assicurazione vita. Per usufruire del regime agevolato i contratti devono essere investiti per almeno il 50% in azioni europee (dal 1999 sono ricomprese anche le quote degli organismi di investimento collettivo conformi alle direttive europee), di cui almeno il 5% deve essere costituito da "titoli di rischio", ossia azioni di società non quotate, azioni di società quotate al *Nouveau Marché* o su mercati non regolamentati, o ancora quote di FCPI o di FCPR.

I rendimenti dei contratti sono esonerati da imposizione fiscale e contributiva durante la fase della capitalizzazione. Sono invece tassati, in misura variabile, qualora siano prelevati prima della scadenza naturale (8 anni). Il prelievo avviene nelle forme seguenti:

Durata	Contribuzione sociale	Imposizione fiscale
0-4 anni	10%	Imposta personale o su opzione imposta sostitutiva del 35%
4-8 anni	10%	Imposta personale o su opzione imposta sostitutiva del 15%
>8 anni	10%	Esenzione

Pertanto, a differenza dei normali contratti di assicurazione vita, i rendimenti prelevati oltre la scadenza naturale (8 anni) non sono soggetti all'imposta sostitutiva del 7,5%.

Plan d'épargne en actions (PEA)

I piani di risparmio in azioni (PEA), introdotti nel 1992, sono strumenti di risparmio fiscalmente agevolati. Possono costituire i PEA le persone fisiche residenti in Francia. È possibile costituire un solo PEA (due per le coppie). Esistono due categorie di PEA: quelli bancari e quelli assicurativi (questi ultimi sono aperti presso una compagnia di assicurazioni e assumono la forma del contratto di capitalizzazione).

Tramite i PEA possono essere acquistate azioni di società aventi sede nella UE e quote di SICAV (a condizione che detengano almeno il 60% del capitale gestito investito in azioni di società con sede nella UE) e di fondi comuni di investimento (che detengano almeno il 75% investito nei medesimi titoli). Possono essere acquistate anche quote di FCPR e FCPI e titoli partecipativi emessi da società di capitali (ad esempio buoni di sottoscrizione, ecc.).

Dal 2003 gli investimenti ammessi sono stati estesi ai fondi e alle società aventi sede al di fuori della Francia. Sono ammesse ad esempio le quote di certi fondi europei specializzati nelle *mid small caps*.

I versamenti possono essere effettuati in un'unica soluzione o in più soluzioni durante l'intera durata del PEA. Il montante massimo dei versamenti è fissato (dal 2003) in 132.000 euro (limite doppio per le coppie). Sono ammessi solo i versamenti in denaro.

Il PEA ha una durata minima di 8 anni; non è invece prevista una durata massima. Gli eventuali prelievi (PEA bancari) o riscatti (PEA assicurativi) prima dell'ottavo anno comportano la chiusura del PEA. Dopo il compimento dell'ottavo anno i prelievi sono invece ammessi senza che questo comporti la chiusura del piano; tuttavia da quel momento non sono più ammessi nuovi versamenti. A seguito della chiusura del PEA possono essere erogate indifferentemente rendite vitalizie o prestazioni in capitale, senza alcun vincolo di legge.

Sotto il profilo fiscale, per i titoli quotati i *capital gains* derivanti dalla cessione dei titoli e i dividendi percepiti sono esenti da tassazione personale. L'esenzione è subordinata alla condizione che nessun prelievo dal PEA avvenga nel corso dei primi 5 anni. Dopo l'ottavo anno le eventuali rendite vitalizie sono esenti da tassazione personale. I prelievi compiuti prima del quinto anno sono soggetti alla contribuzione sociale complessiva del 10%.

Regno Unito - Negli ultimi anni il Regno Unito ha introdotto incentivi fiscali generosi a favore della domanda di fondi di *private equity*.

Enterprise Investment Scheme (EIS)

Lo schema più noto è conosciuto come *Enterprise Investment Scheme (EIS)*. Introdotto nel 1994 per favorire la domanda di capitale di rischio delle Pmi, lo schema EIS è disponibile sia per le *start-up* sia per le imprese già esistenti. Lo schema prevede numerose agevolazioni fiscali:

- *Income tax relief*: è riconosciuto alle persone fisiche un credito d'imposta pari all'aliquota del primo scaglione (20%) commisurato all'investimento effettuato fino a un limite complessivo di 150.000 GBP. L'agevolazione è riconosciuta a condizione che le azioni siano detenute per almeno 3 anni. Quando spetta il credito d'imposta l'investitore beneficia altresì delle seguenti ulteriori agevolazioni:
- *Capital gains tax exemptions*: sono esenti da tassazione i *capital gains* derivanti dalla cessione delle azioni, a condizione che l'investimento complessivo non ecceda 150.000 GBP;
- *Tax deferral*: la tassazione dei *capital gains* realizzati al di fuori dello schema EIS viene



differita senza limiti di tempo se gli stessi *capital gains* sono reinvestiti nello schema;
- *Loss relief*: le minusvalenze, in qualsiasi anno realizzate, sono ammesse in deduzione (al netto dell'*income tax relief*) dal reddito personale.

Venture Capital Trust Scheme (VCT)

Simili all'EIS, nello schema *Venture capital Trust Scheme (VCT)*, introdotto nel 1995, le VCTs sono società quotate, che raccolgono capitali presso gli investitori individuali e investono gli stessi in società qualificate. Agevolazioni fiscali sono riconosciute sia agli investitori individuali sia alle stesse VCTs. Queste ultime beneficiano dell'esenzione dall'imposta societaria sui *capital gains* realizzati al momento del disinvestimento. Agli investitori individuali sono riconosciute agevolazioni sia ai fini dell'imposta personale sia ai fini dell'imposta sui *capital gains*, a condizione che le azioni siano detenute per almeno 5 anni e che l'investimento non superi 100.000 GBP all'anno. L'investimento beneficia di un credito d'imposta del 20%; sono inoltre esenti i dividendi percepiti e i *capital gains* derivanti dalla cessione delle azioni del VCT. Inoltre, analogamente all'EIS, la tassazione dei *capital gains* realizzati al di fuori dello schema viene differita se essi sono reinvestiti in azioni di nuova emissione del VCT.

Corporate Venture Scheme (CVS)

A differenza degli schemi EIS e VCT, riservati agli investitori individuali, il *Corporate Venture Scheme (CVS)*, introdotto nel 2000, intende incoraggiare le società a effettuare investimenti di VC. Gli incentivi fiscali sono riconosciuti in relazione alle azioni "qualificate" emesse tra il 2000 e il 2010. Le agevolazioni sono condizionate ad alcuni requisiti: la società che effettua l'investimento non deve possedere più del 30% del capitale azionario della società partecipata; quest'ultima deve avere un attivo lordo non superiore a 15 milioni GBP. Alla società che effettua l'investimento sono riconosciute tre forme di agevolazione fiscale:

- *Investment relief*: è riconosciuto a valere sull'imposta societaria un credito d'imposta pari al 20% dell'investimento. Ne beneficiano gli acquisti di azioni ordinarie di nuova emissione di società non quotate, di piccole dimensioni, ad alto rischio. L'agevolazione è condizionata al possesso delle azioni per almeno 3 anni;
- *Tax deferral*: è riconosciuto il *tax deferral* sui *capital gains* realizzati e reinvestiti in azioni "qualificate";
- *Capital loss relief*: le minusvalenze, al netto dell'*investment relief*, sono ammesse in deduzione dal reddito.

Le agevolazioni fiscali disponibili per gli investimenti in società quotate all'AIM-London Stock Exchange

Un esempio di come i precedenti schemi agevolativi operino nel Regno Unito è offerto dalle società quotate all'*AIM-London Stock Exchange*. Gli sgravi fiscali previsti per il risparmio azionario riguardano sia gli investitori individuali, sia quelli istituzionali. In relazione ai primi le agevolazioni riguardano l'imposta sui *capital gains*, lo schema EIS, l'imposta di successione (IHS), i *Venture Capital Trust (VCTs)*, la disciplina sulla

deducibilità delle perdite. Rientrano nel secondo gruppo quelle previste nell'ambito del CVS (*Corporate Venturing Scheme*).

Per accedere a tali forme di agevolazioni gli investimenti devono, per lo più, essere effettuati in società non quotate. A tal proposito, le società quotate all'AIM (mercato gestito dal *London Stock Exchange*) sono considerate ai fini fiscali come "non quotate", al fine di incentivare lo sviluppo di società nascenti.

Sui *capital gains* è prevista un'agevolazione fiscale (*business asset taper relief*) che ha l'effetto di ridurre l'aliquota effettiva d'imposta. L'intensità dell'agevolazione cresce in funzione della durata di possesso dell'attività; è inoltre maggiore per le attività d'impresa (*business assets*) rispetto alle attività non d'impresa (*non-business assets*). Le azioni quotate all'AIM sono qualificate "attività d'impresa" e come tali beneficiano della disciplina di maggior favore. Applicando l'aliquota statutaria del 40%, l'agevolazione fa sì che i *capital gains* conseguiti dopo due anni di possesso delle azioni siano tassati con l'aliquota effettiva del 10%.

Numero di anni di detenzione delle azioni	Percentuale di imponibilità dei <i>capital gains</i>	
	Attività d'impresa	Attività non d'impresa
1	50%	100%
2	25%	100%
3	25%	95%
4	25%	90%
5	25%	85%
6	25%	80%
7	25%	75%
8	25%	70%
9	25%	65%
10	25%	60%

L'agevolazione non è specificamente riferita alle azioni AIM, ma si applica alle stesse in ragione del fatto che fiscalmente tali azioni sono considerate non quotate. Al di fuori dell'AIM, le azioni quotate non beneficiano invece dell'agevolazione. Ne beneficiano solo quando sono detenute dai lavoratori (e dai manager) purché la partecipazione non ecceda il 10% del capitale.

Le azioni AIM sono ammesse a beneficiare dello schema agevolativo EIS (*Enterprise Investment Scheme*). L'agevolazione è riconosciuta sulle azioni di nuova emissione di società AIM, fino ad un investimento annuale di 150.000 GBP (limite raddoppiato per le coppie). Le agevolazioni sono quelle proprie dello schema EIS, ossia l'*initial relief* e l'esenzione sui *capital gains* e il *loss relief*. Per beneficiare dell'*initial relief* (credito d'imposta pari al 20% dell'investimento) le azioni devono essere detenute per almeno 3 anni. Alle stesse condizioni i *capital gains* realizzati sono esenti. Le eventuali perdite possono essere dedotte dal reddito, al netto dell'*initial relief*. In funzione dell'aliquota marginale dell'investitore, il costo netto della perdita si riduce al 48% o 62,4%, come illustrato nell'esempio seguente.


Effetti dell'*initial relief* e del *loss relief* su un investimento pari a 100

	Investitore con aliquota marginale del 40%	Investitore con aliquota marginale del 22%
Valore delle azioni cedute	0	0
Costo originario delle azioni	100.0	100.0
<i>Initial relief</i> (20% del costo originario)	20.0	20.0
Perdita	80.0	80.0
<i>EIS loss relief</i> (aliquota marginale sulla perdita)	32.0	17.6
Perdita netta	48.0	62.4

In aggiunta all'*initial relief* gli investitori possono beneficiare del differimento della tassazione dei *capital gains* realizzati (al di fuori dell'EIS) e reinvestiti in azioni AIM di nuova emissione. In questo caso non vi sono limitazioni all'ammontare che può essere investito. Le due agevolazioni (*initial relief* e differimento dei *capital gains*) possono essere sommate tra loro (sulle prime 150.000 GBP di investimento). Ad esempio un investitore con aliquota marginale del 40%, beneficia di un'agevolazione complessiva pari al 60% dell'investimento, anche se la tassazione dei *capital gains* è solo sospesa e rinviata al momento in cui le azioni saranno cedute; in questo caso spetta comunque il *taper relief* sui *capital gains* realizzati.

L'*initial relief* e l'esenzione dei *capital gains* sono riconosciuti a tutti gli investitori, anche se non residenti nel Regno Unito (purché contribuenti nel Regno Unito). Il differimento della tassazione è invece riservato agli investitori residenti, purché i *capital gains* siano reinvestiti da un anno prima entro 3 anni dopo alla data in cui sono stati realizzati.

Le azioni AIM sono ammesse a beneficiare anche dello schema agevolativo VCT (*Venture Capital Trusts*), che attribuisce all'investitore l'esenzione dei dividendi e dei *capital gains* relativi alle azioni del VCT. Inoltre, per le sottoscrizioni (fino a 100.000 GBP) di azioni di nuova emissione del VCT all'investitore è attribuito l'*initial relief* del 20% (analogo a quello previsto per l'EIS) e il beneficio del differimento dei *capital gains* reinvestiti in azioni del VCT. Sono ammessi al beneficio gli investitori residenti e non (purché contribuenti nel Regno Unito), che detengano le azioni per almeno 3 anni. Il beneficio del reinvestimento è invece accordato ai soli investitori residenti, purché i *capital gains* siano reinvestiti da un anno prima entro un anno dopo alla data in cui sono stati realizzati.

In linea generale i benefici previsti nei diversi schemi agevolativi sono riconosciuti alle società (che abbiano i previsti requisiti), indipendentemente dal luogo in cui sono state costituite o dal luogo di residenza. Le società devono essere non quotate; a tal fine l'amministrazione finanziaria redige la lista dei mercati (interni ed esteri) che sono considerati regolamentati (e che sono quindi esclusi dall'agevolazione). Nei confronti delle società estere si applicano spesso regole particolari. Ai fini del beneficio del *taper relief* il luogo di residenza della società non rileva, anche se gli investimenti in società non residenti o in fondi di investimento esteri sono soggetti a regole specifiche. Ai fini dello schema EIS, il luogo di residenza della società non rileva; tuttavia, i fondi raccolti nell'ambito dell'EIS devono essere investiti dalla società in attività che siano svolte esclusivamen-

te o principalmente nel Regno Unito. Una società estera può osservare questa condizione impiegando direttamente i fondi raccolti o tramite una sussidiaria situata nel Regno Unito. La condizione deve essere verificata per tutto il periodo, ossia dal momento in cui le azioni sono emesse fino a quando sono decorsi 3 anni. Le stesse condizioni si applicano per beneficiare della deducibilità delle perdite. La concessione delle agevolazioni in sostanza è condizionata alla verifica del luogo in cui è svolta l'attività. A tal fine si utilizzano fattori quali ad esempio la localizzazione dei cespiti e dei dipendenti.

Irlanda - Introdotto nel 1984 e successivamente prorogato a fine 2003, lo schema noto come *Relief for Investment in Corporate Trades* (o *Business Expansion Scheme* – BES) intende incentivare gli investimenti nel capitale di rischio delle società non quotate.

L'incentivo fiscale è riconosciuto all'investitore persona fisica che sia residente in Irlanda e sottoscriva azioni di società "qualificate", di cui non possenga il controllo. Lo stesso investitore può sottoscrivere azioni di più società. È "qualificata" la società di capitali residente in Irlanda, non quotata, che svolga attività di carattere commerciale e industriale (sono comunque ammesse anche le società finanziarie che possiedano partecipazioni in società commerciali e industriali). La società non deve essere quotata, ossia le azioni non devono essere quotate sul *Full List* o sul *Unlisted Securities Market* (USM) della Borsa. Sono invece considerate non quotate ai fini fiscali le società quotate sul *Developing Companies Market* (DCM) e in generale quelle negoziate *over the counter*.

La sottoscrizione deve riguardare azioni che rappresentino quote di capitale di nuova emissione (comprese quelle emesse da società di nuova costituzione) e che non siano privilegiate (nella distribuzione dei dividendi o nel rimborso del capitale). L'ammontare massimo che può essere investito in una stessa società (anche da più investitori) è pari a 750.000 euro; tuttavia, l'agevolazione è circoscritta ad un ammontare annuo di investimento pari a 31.750 euro (limite doppio per le coppie). Le azioni devono essere possedute per almeno 5 anni se l'investitore intende beneficiare interamente dell'agevolazione fiscale. Qualora le azioni siano cedute, anche in parte, prima dei 5 anni, l'intera o parte dell'agevolazione viene meno.

L'agevolazione consiste nella deducibilità dell'investimento (entro il limite annuale di 31.750 euro). L'investitore che in un certo anno non è in grado di dedurre interamente l'ammontare investito (in quanto l'investimento è superiore al limite annuale o l'investimento eccede il reddito imponibile) può riportare l'eccedenza negli anni successivi, entro il limite annuale di 31.750 euro.

Nel caso di società già esistenti l'agevolazione può essere fruita nello stesso anno in cui l'investimento è effettuato; nel caso di società di nuova costituzione, solo da quando la società è divenuta operativa. Tuttavia, se l'investimento è effettuato tramite un fondo comune di investimento autorizzato e le azioni non sono state ancora emesse, l'agevolazione è fruibile nell'anno in cui l'investimento nel fondo è effettuato, anche se le azioni sono emesse successivamente.

Si considera "autorizzato" il fondo comune ammesso ad operare per autorizzazione dell'amministrazione finanziaria. Di regola il fondo investe in più società e ad esso partecipano più investitori. Ciascun fondo è tenuto a redigere un prospetto (soggetto ad appro-



vazione da parte del Ministero per le attività produttive) che illustri gli investimenti effettuati, i rendimenti e gli oneri di gestione.

Spagna - Esistono due specifiche strutture di intermediari: *Sociedades de Capital Riesgo* (SCR) e *Fondos de Capital Riesgo* (FCR). Si tratta rispettivamente di società e fondi il cui scopo principale è l'investimento in società non quotate, che non siano controllate da società quotate o da società finanziarie. Tali organismi sono soggetti a rigide regole di investimento: ad esempio ciascun investitore non può possedere più del 50% del capitale; almeno il 60% delle attività deve essere investito in azioni; non più del 15% delle attività può essere investito in una stessa società.

Sotto il profilo fiscale società e fondi sono soggetti alla normale imposta sul reddito societario (con aliquota del 35%); tuttavia sono riconosciute le seguenti agevolazioni fiscali:

- i dividendi percepiti dalle SCR o dai FCR sono di fatto esenti (essendo riconosciuto un credito d'imposta del 100%), indipendentemente dalla quota di partecipazione posseduta;
- i *capital gains* realizzati da SCR e FCR attraverso la cessione delle partecipazioni possedute sono parzialmente esentati dall'imposta societaria; in particolare in funzione della durata della partecipazione si applicano i seguenti coefficienti di esenzione: 0% per partecipazioni possedute per non più di 1 anno; 99% per possessi compresi tra 2 e 12 anni (elevati a 17 in alcuni casi); 0% per partecipazioni possedute per più di 12 anni; pertanto nel caso più frequente (azioni possedute per più di un anno e non più di 12) l'aliquota effettiva d'imposta è pari allo 0,35% ($1\% \times 35\%$); tuttavia anche quando la tassazione è integrale è riconosciuto un credito d'imposta del 20% (che riduce l'aliquota effettiva d'imposta sui *capital gains* al 15%) qualora questi ultimi siano reinvestiti e le azioni siano detenute per almeno 3 anni;
- per i sottoscrittori i redditi distribuiti da questi organismi non sono soggetti a tassazione.

È da segnalare una modifica al trattamento fiscale dei FCR e SCR introdotta con effetto dal 2003. Precedentemente, se la società partecipata veniva ammessa alla quotazione l'esenzione (99%) dei *capital gains* realizzati dal FCR o dalla SCR non era riconosciuta, in quanto l'esenzione era riconosciuta solo ai titoli non quotati. Dal 2003 invece tali *capital gains* beneficiano dell'esenzione alla sola condizione che il FCR o la SCR ceda la partecipazione entro 2 anni dalla data di ammissione alla quotazione.

USA - Gli investimenti in VC sono stati stimolati attraverso sia una disciplina di favore dell'imposta sui *capital gains* sia attraverso specifici incentivi fiscali. La riduzione dell'aliquota dell'imposta sui *capital gains* (dal 49% al 20%) nel corso degli anni Ottanta è stato uno dei fattori determinanti la crescita del settore. Attualmente l'aliquota massima è del 28%, ridotta alla metà (14%) qualora i *capital gains* derivino da investimenti in certe categorie di piccole società.

In particolare, in base allo schema dell'*Initial Public Offering (IPO)* vengono applli-

cate aliquote d'imposta inferiori a quelle ordinarie ai *capital gains* derivanti dalla cessione delle azioni di società piccole e medie che siano state acquistate al momento della quotazione e a condizione che siano detenute per almeno 5 anni.

Incentivi fiscali specifici di tipo *front-end* sono più diffusi a livello statale che federale. A livello federale nel 2000 venne lanciato il programma *New Market Tax Credit* (NMTC), che attribuisce agli investitori un credito d'imposta a valere sull'imposta federale sul reddito. Il credito d'imposta (39% su un periodo di 7 anni) è commisurato al volume di investimenti nel capitale di rischio di "organismi di sviluppo territoriale".

A livello sub-centrale alcuni Stati (Maine, Ohio) offrono *tax credits* agli investitori *business angels*. Altri Stati (Indiana, Vermont, West Virginia) concedono *tax credits* (in misure comprese tra il 20% e il 30%) a coloro che investono in società di VC.

Gli incentivi più generosi sono concessi alle società assicurative che beneficiano di *tax credits* compresi tra il 100% e il 120% dell'ammontare investito in organismi denominati "*Certified Capital Companies*" (CAPCOs). L'attività di questi organismi è di fornire fondi di VC a imprese locali "qualificate". Lo schema è sorto originariamente in Louisiana, ma successivamente è stato adottato da numerosi altri Stati (Colorado, Florida, Missouri, New York e Wisconsin). Gli schemi esistenti sono tra i più generosi esistenti tra i Paesi dell'OCSE.

Canada - Gli schemi agevolativi più generosi esistenti in Canada sono associati alle cosiddette *Labour-Sponsored Venture Capital Corporations* (LSVCCs). Lo schema venne creato nella metà degli anni '80 e prevedeva un credito d'imposta (federale) del 20% per gli investimenti fino a 5.000 CAD. Dal 1996 il credito è stato ridotto al 15% e limitato a 3.500 CAD di investimenti. In aggiunta, gli investitori che risiedono nella province di Ontario e Quebec beneficiano di un ulteriore credito d'imposta del 15%. Inoltre, gli investimenti nelle LSVCCs sono ammessi a beneficiare delle agevolazioni (sotto forma di deducibilità) previste dalla normativa sui piani previdenziali integrativi (*registered retirement savings plans*). Ne consegue che un contribuente con aliquota marginale complessiva del 45% (federale e provinciale) riceve complessivamente un incentivo fiscale *front-end* pari al 75% dell'investimento.

I governi provinciali offrono ulteriori agevolazioni fiscali dirette a rendere più favorevoli le condizioni di accesso al mercato finanziario per le imprese minori. In particolare sono concessi incentivi fiscali a investitori individuali e societari che acquistano quote partecipative dei fondi autorizzati di VC. Ad esempio il *British Columbia Equity Capital Program* prevede *tax credits* a favore degli investitori residenti che acquistano quote delle *Venture Capital Corporations*; il credito d'imposta concesso a investitori persone fisiche e giuridiche è pari al 30% dell'investimento (entro certi limiti complessivi).

Altri schemi agevolativi sono riservati ai lavoratori che sottoscrivono quote partecipative dell'impresa in cui lavorano. Ad esempio nel British Columbia il programma *Employee Share Ownership* attribuisce ai lavoratori un credito d'imposta commisurato agli investimenti effettuati, direttamente (20%) o indirettamente (15%) tramite *Employee Venture Capital Corporations*. In quest'ultimo caso l'investimento beneficia anche di un *tax credit* federale del 20% (fino a 1.000 CAD).



Simili schemi esistono in altre Province. Ad esempio nell'Ontario gli investitori individuali ricevono un tax credit sugli investimenti compiuti in fondi di VC che offrono capitale di rischio alle imprese minori. Uno schema analogo esiste nel Quebec (*Stock Savings Plan*).

Corea - La Corea si colloca da alcuni anni tra i Paesi a più alto sviluppo dell'industria del VC; occupa la terza posizione (dopo Usa e Canada) per volume relativo di fondi investiti in *start-up*. Avendo come obiettivo quello di favorire la nascita e lo sviluppo di nuove imprese che potessero ridurre le posizioni monopolistiche delle grandi società, verso la fine degli anni Novanta la Corea ha introdotto numerosi incentivi fiscali diretti ad incrementare gli investimenti nelle *Venture Capital Firms* (VCFs) e nei *Limited Partnership Funds* (LPFs), organismi (anche a partecipazione pubblica) deputati ad apportare capitale di rischio alle imprese minori.

Gli investitori, persone fisiche e giuridiche, posso dedurre fino al 15% dell'ammontare investito, a condizione che le quote dei VCFs e dei LPFs siano detenute per almeno 5 anni. Inoltre, i dividendi percepiti non sono tassati, come di regola, nell'ambito dell'imposta sul reddito, bensì sono soggetti a prelievi sostitutivi alla fonte. Le persone fisiche non sono soggette a tassazione dei *capital gains* derivanti dalla cessione delle quote; l'esenzione si applica anche alle persone giuridiche, limitatamente alle quote dei LPFs.

Gli stessi VCFs e LPFs godono di agevolazioni fiscali. I dividendi e i *capital gains* realizzati non sono soggetti a tassazione, mentre le perdite sono deducibili nella misura del 50%.

Infine, le imprese di nuova costituzione beneficiano della riduzione a metà dell'imposta societaria per i primi 6 anni di attività, calcolati a partire dall'anno in cui le imprese generano profitti imponibili.

Bibliografia

- Banks, J. (2000) "Tax incentives for savings", IFS, Londra, Agosto
- Bordignon, M., Giannini, S., Panteghini, P. (1999) "Corporate taxation in Italy: an analysis of the 1998 Reform", *Finanzarchiv*, vol. 56, n° 3/4
- Bordignon, M., Giannini, S., Panteghini, P. (2001) "Reforming business taxation: lessons from Italy?", *International Tax and Public Finance*, 8, 2
- Caroll, R. Holtz-Eakin, D. Rider, M. e H.S. Rosen (2001) "Personal income taxes and the growth of small firms", in Poterba, J. Ed., *Tax Policy and the Economy*, vol. 15, MIT Press, Cambridge, M.A.
- Chen, D. Lee, F.C. e J. Mintz (2002) "Taxation, SMEs and entrepreneurship", OECD, STI working paper 2002/9, Parigi
- Commissione Europea (2003) "Diritti d'opzione dei dipendenti. Quadro giuridico e amministrativo per i diritti d'opzione dei dipendenti nell'UE", Bruxelles, Giugno
- Cumming, D.J. e J.G. MacIntosh (2002) "Comparative venture capital governance: private versus labour sponsored venture capital funds", CESifo working paper n° 853, Febbraio
- European Commission (2000) "Progress report on the risk capital action plan", in *European Economy*, Supplement A, n° 8/9
- European Commission (2002) "Communication on implementation of the risk capital action plan (RCAP)", COM(2002) 563 final, Bruxelles
- EVCA (2003) "Indicators of tax & legal environments favouring the development of private and Venture Capital in European Union Member States", Benchmark Paper, www.evca.com
- Fuest, C., Huber, B. e S. Nielsen (2002) "Why is the corporate tax rate lower than the personal tax rate? The role of new firms", *Journal of Public Economics*, vol. 87, pp. 157-174
- Gandullia, L. (2000) "Incentivi fiscali e investimenti in R&D", Contributi di ricerca IRS, n° 51, Milano, Ottobre
- Gandullia, L. e S. Paleari (2001) "Le agevolazioni fiscali riservate alle società di nuova quotazione: una stima degli effetti di impatto", *Economia pubblica*, n° 3



Gentry, W. e R.G. Hubbard (2000) "Tax policy and entrepreneurial entry", *American Economic Review*, vol. 90, n° 2

Giannini, S. (2002) "La nuova tassazione dei redditi d'impresa: verso un sistema più efficiente e competitivo?", *Politica economica*, XVIII, n° 3, pp. 365

Gompers, P.A. e J. Lerner (1999) "What drives venture capital fundraising?", NBER working paper n° 6906, Gennaio

Gordon, R.H. (1998) "Can high personal tax rate encourage entrepreneurial activity?", IMF Staff Paper, vol. 45, n° 1, pp. 49-80, Marzo

Keuschingg, C. (2002) "Taxation of a venture capitalist with a portfolio of firms", presentato alla Conferenza CESifo "Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy", 22-23 Novembre, Monaco

Keuschingg, C. e S.B. Nielsen (2002) "Tax policy, venture capital, and entrepreneurship", *Journal of Public Economics*, vol. 87, pp. 175-203

King, M.A. (1989) "Economic growth and the life-cycle of firms", *European Economic Review*, vol. 33, pp. 325

Mintz, J.M. (2001) "Taxation and venture capital", *Center for Innovation Law and Policy*, www.innovationlaw.org/pages/taxandventure.htm

OECD (1994a) "Taxation and household saving", Parigi

OECD (1994b) "Taxation and household saving: Country Surveys", Parigi

OECD (2001) "Tax and the economy", Tax Policy Studies n° 6, Parigi

OECD (2002a) "Entrepreneurship and growth: tax issues", DSTI, Parigi

OECD (2002b) "Tax incentives for research and development: trends and issues", DSTI, Parigi

OECD (2002c) "Venture Capital Country Note: United Kingdom", Parigi

Pellizzoni, E. (2002) "Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa", BIIt Notes, n° 6, Borsa Italiana, Milano, Dicembre

Petrella, G. (2003) "Are euro area small caps an asset class? Evidence from mean-variance spanning tests", BIIt Notes, n° 8, Borsa Italiana, Milano, Maggio

Poterba, J. (1989a) "Capital gains tax policy toward entrepreneurship", *National Tax Journal*, vol. 42, n° 3, pp. 379-89

Poterba, J. (1989b) "Venture capital and capital gains taxation", NBER working paper n° 2832, Gennaio

Ref. (anni vari) "Osservatorio fiscale Ref. Imposte sui redditi da capitale in Europa", Milano, Dicembre

Ref. (2002) "Borsa 2002. Rapporto Ref.irs sul mercato azionario", Il Sole 24 Ore, Milano

Robson, M.H. (1995) "Taxation and Household Saving: Reflections on the OECD Report", *Fiscal Studies*, vol. 16, pp. 38-57

Rosen, H. (2002) "Entrepreneurship and taxation: empirical evidence", presentato alla Conferenza CESifo "Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy", Monaco, 22-23 Novembre

Ruggeri, G. e M. Fougère (1997) "The effect of tax-based savings incentives on government revenue", *Fiscal Studies*, vol. 18, n° 2, pp. 143-159

Staderini, A. (2001) "Tax reforms to influence corporate financial policy: the case of the Italian business tax reform of 1997-98", Temi di discussione, n° 423, Banca d'Italia, Novembre

Van den Noord, P. e C. Heady (2001) "Surveillance of tax policies: a synthesis of findings in economic surveys", OECD, ECO Dep. Working paper. n° 303, OECD, Parigi

Warda, J. (2002) "A 2001-2002 update of R&D tax treatment in OECD countries", Report preparato per OECD Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, Parigi

Numeri pubblicati:

- N. 1 Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2001)
- N. 2 Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*.
Analisi dell'evoluzione recente
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 3 Investitori *retail* e Borsa
Risultati di un'indagine presso i risparmiatori italiani
Luca Filippa - Alessandra Franzosi (novembre 2001)
- N. 4 Il settore delle macchine utensili in Italia:
caratteri strutturali e potenzialità di sviluppo
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2002)
- N. 5 Nuove quotazioni e clausole di *lock-up*
*Fabio Bertoni - Giancarlo Giudici - Pier Andrea Randone -
Christian Rochira - Paolo Zanoni* (dicembre 2002)
- N. 6 Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa
Enrico Pellizzoni (dicembre 2002)
- N. 7 La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle
imprese italiane
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (febbraio 2003)
- N. 8 *Are euro area small caps an asset class? Evidence from mean-
variance spanning tests*
Giovanni Petrella (May 2003)
- N. 9 Il settore legno-arredamento in Italia: evoluzione e rapporto con il
mercato azionario
Alessandra Franzosi - Luca Negro - Enrico Pellizzoni (luglio 2003)
- N. 10 Tassazione e sviluppo del mercato dell'*equity* per le Pmi
Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali
Luca Gandullia (febbraio 2004)

I numeri della collana BItNotes sono liberamente scaricabili dal sito di Borsa Italiana, all'indirizzo Internet:

www.borsaitaliana.it/it/mercati/homepage/pubblicazioni/bitnotes.



BORSA ITALIANA®

Research & Development
Piazza degli Affari, 6 - 20123 - Milano
Tel (02) 72426.478 - Fax (02) 86464323
e-mail: research@borsaitaliana.it

www.borsaitaliana.it