

Le agevolazioni a favore degli investitori in fondi di venture capital



Emidio Cacciapuoti
LL.M. International Taxation (Leiden)
Dottore Commercialista
Partner, Studio Legale e Tributario
King & Wood Mallesons



Davide Massiglia
Dottore Commercialista
Associate, Studio Legale e Tributario
King & Wood Mallesons

Analisi del regime agevolativo introdotto dal D.L. n. 98/2011 e approvato dalla Commissione europea

1. Introduzione

Il considerando (1) del Regolamento Europeo n. 345/2013 riconosce ai fondi di *venture capital* un ruolo strategico nello sviluppo della crescita economica. Essi, infatti, contribuiscono alla creazione di posti di lavoro e alla mobilitazione di capitali, favoriscono la creazione e lo sviluppo di imprese innovative, incrementando i loro investimenti in ricerca e sviluppo, sostenendo l'imprenditorialità, l'innovazione e la competitività[1].

Già nel 2010, la Commissione si era infatti impegnata a introdurre misure volte a sviluppare soluzioni di finanziamento innovative "dotando l'Europa di un mercato del *venture capital* veramente efficiente, in modo da facilitare considerevolmente l'accesso diretto delle imprese ai mercati dei capitali e cercando incentivi per i fondi del settore privato tali da rendere disponibili finanziamenti per le imprese start-up e per le PMI innovative"[2].

Il citato Regolamento fornisce una serie di norme atte a uniformare la disciplina dei fondi europei del *venture capital*. Tali norme, da un lato, garantiscono ai gestori di poter usufruire di un cosiddetto "passaporto comunitario" per la commercializzazione e la gestione dei predetti fondi e, dall'altro, introducono misure di salvaguardia e trasparenza per gli investitori.

Con l'articolo 31 D.L. n. 98/2011 (cosiddetta "Manovra Correttiva 2011")[3], il legislatore italiano ha introdotto un'agevolazione di carattere fiscale per favorire la raccolta di capitale di rischio da parte di "nuove" imprese. Dopo la sua introduzione, la norma è stata modificata nel gennaio 2012[4] e, dopo aver superato l'esame di compatibilità con il diritto dell'UE[5], è stata attuata da un apposito decreto ministeriale che ha specificato le modalità di fruizione dell'agevolazione (di seguito Decreto)[6].

La disposizione in commento prevede, sostanzialmente, il non assoggettamento ad imposta dei proventi derivanti dalla partecipazione in organismi d'investimento di *venture capital* (di seguito FVC).

La novità normativa, unitamente ai provvedimenti introdotti con il cosiddetto "Decreto Crescita-bis"[7], commentati da Paolo Piantavigna in questo numero della rivista, rappresentano la risposta dell'esecutivo italiano a quanto auspicato dalla stessa Commissione europea.

2. Il *venture capital*

Il *venture capital*, per definizione, è rappresentato dall'apporto di capitale di rischio da parte di un investitore per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività in settori ad elevato potenziale di sviluppo. In particolare, tale attività di finanziamento viene definita a seconda della fase di vita dell'impresa finanziata[8]:

- *seed capital*, con cui si intende il finanziamento dello studio, della valutazione e dello sviluppo dell'idea imprenditoriale, che precedono la fase d'avvio (*start-up*);
- *start-up capital*, con cui si intende il finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale e non stanno ancora generando profitto, per lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale;
- *early stage capital*, con cui, generalmente, si intende il capitale necessario alle fasi iniziali di un'impresa, ovvero sia le fasi di *seed* e di *start-up*;
- *expansion capital* (capitale di espansione), con cui si intende il finanziamento concesso per la crescita e l'espansione di una società che può o meno produrre utile, allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto o fornire capitale circolante aggiuntivo.

Uno dei tratti caratterizzanti delle operazioni di *venture capital* è l'apporto, da parte dell'investitore, del cosiddetto "smart money", che affianca al conferimento di capitali una serie di benefici strettamente legati all'*expertise* personale dell'operatore, come la sua esperienza imprenditoriale, la conoscenza dei meccanismi del mercato ed il *network effect* di cui l'azienda oggetto di investimento può beneficiare.

3. L'agevolazione fiscale

L'esigenza di una disciplina fiscale *ad hoc*, che fosse finalizzata a supportare i veicoli di investimento specializzati in *venture capital*, era stata evidenziata dall'Associazione Italiana del *Private Equity e Venture Capital* (di seguito AIFI). L'AIFI, nel "Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del *venture capital* in Italia" del 2011, ha proposto l'introduzione di un sistema di incentivi fiscali a favore dei sottoscrittori di fondi mobiliari chiusi o di società di investimento di *venture capital*, valutando altresì un meccanismo di esenzione per i rendimenti conseguiti dai medesimi veicoli d'investimento, anche sulla base di precedenti esperienze a livello europeo[9].

Come indicato nella relazione governativa all'articolo 31 D.L. n. 98/2011, che riprende quanto sostenuto dall'AIFI, "(...) interpretando l'utilizzo della leva fiscale come strumento di sostegno allo sviluppo del sistema economico ed imprenditoriale italiano, si prevedono incentivi specifici a vantaggio dei sottoscrittori di fondi di *venture capital* specializzati nelle fasi iniziali di «lancio» delle nuove imprese".

Il regime fiscale ordinario dell'investimento in fondi comuni di investimento prevede l'applicazione di una ritenuta alla fonte nella misura del 20%, sui proventi derivanti da distribuzioni di utili e sui proventi compresi nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote o azioni e il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse[10].

Tale ritenuta è applicata a titolo d'acconto, con riferimento ai proventi conseguiti nell'esercizio di imprese commerciali[11], e a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, tra cui le persone fisiche, compresi quelli esenti o esclusi dall'IRES e i soggetti non residenti che non operano in Italia per il tramite di una stabile organizzazione[12]. Tuttavia, al verificarsi di taluni requisiti, gli investitori esteri possono usufruire di un'esenzione dalla predetta ritenuta[13].

Sono previsti ulteriori regimi di esenzione sui proventi relativi alle quote o azioni detenute nell'ambito di gestioni individuali di portafoglio per le quali sia stata esercitata l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, nonché sui proventi percepiti dagli organismi di investimento italiani, dai fondi immobiliari italiani e dalle forme pensionistiche complementari istituite in Italia.

Il quarto comma dell'articolo 31 D.L. n. 98/2011 introduce l'agevolazione fiscale in capo a tutti gli investitori di FVC. In particolare, è stabilito che i proventi derivanti dalla partecipazione ai FVC non sono soggetti a imposizione. Come stabilito dal comma 6 dell'articolo 31, l'agevolazione si applica anche nel caso in cui la partecipazione ai FVC sia detenuta nell'ambito di un'impresa commerciale. Difatti, la Commissione europea, con Comunicazione C(2012) 6451, considerando la disposizione in esame compatibile con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c TFUE, ha approvato l'estensione del regime di esenzione in analisi all'ipotesi in cui il sottoscrittore eserciti un'attività d'impresa.

Occorre precisare che l'esenzione d'imposta è limitata ai proventi derivanti da distribuzioni di utili e ai proventi compresi

nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote o azioni e il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse. Pertanto, non si applica alle plusvalenze per l'ammontare che eccede il rendimento medio previsto nel prospetto di investimento di un determinato FVC. Come confermato dalla Commissione europea, la scelta del legislatore italiano è stata dettata dalla volontà che tali plusvalenze siano assoggettate a tassazione al fine di scoraggiare gli investimenti che abbiano carattere meramente speculativo[14].

Non è prevista una durata minima di possesso delle azioni o quote di investimento affinché i sottoscrittori dei FVC possano beneficiare dell'esenzione[15], tuttavia l'agevolazione è concessa a condizione che siano soddisfatti determinati requisiti tanto in capo al veicolo d'investimento, quanto in capo alle società oggetto di investimento da parte dei medesimi fondi.

La Commissione europea ha limitato la durata dell'agevolazione a un periodo di dieci anni (fino al 17 settembre 2022). Tuttavia, è prevista la possibilità di notificare una proroga del regime prima di tale scadenza[16].



4. Le caratteristiche dei fondi oggetto dell'agevolazione

Ai sensi del comma 2 dell'articolo 31 D.L. n. 98/2011 sono definiti FVC i fondi comuni di investimento che investono almeno il 75% dei capitali raccolti in società non quotate che si trovino nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early-stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion financing*).

Il Decreto ha inoltre stabilito che i regolamenti dei FVC devono prevedere le seguenti disposizioni:

1. che la politica di investimento preveda che almeno il 75% degli investimenti del FVC sia effettuato in società non quotate descritte nel paragrafo successivo[17];
2. che il valore degli investimenti realizzati dai FVC sia di ammontare inferiore a 2.5 milioni di euro per ogni società destinataria in un periodo di dodici mesi[18];
3. che l'investimento nel FVC sia riservato a sottoscrittori, residenti e non residenti, che soddisfino determinate caratteristiche. In particolare, ai sensi dell'articolo 2 del Decreto, le quote del FVC possono essere sottoscritte esclusivamente dagli investitori che sono considerati "clienti professionali", di

per sé o su richiesta, ai sensi della *Markets in Financial Instruments Directive* (di seguito Direttiva MiFID)[19], oppure da altri investitori qualora ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni:

- a) tali altri investitori si impegnino a investire almeno 100'000 euro;
- b) tali altri investitori dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- c) il gestore del FVC effettui una valutazione della competenza, esperienza e conoscenza dell'investitore, senza presumere a priori che l'investitore possieda la conoscenza e l'esperienza di mercato propria dei "clienti professionali" di per sé ai sensi della Direttiva MiFID;
- d) il gestore del FVC sia ragionevolmente sicuro, alla luce della natura dell'impegno o dell'investimento previsto, che l'investitore è in grado di assumere decisioni autonome di investimento e di comprenderne i rischi connessi e che un impegno del genere sia appropriato per il suddetto investitore;
- e) il gestore del FVC confermi per iscritto di aver effettuato la valutazione di cui alla lettera c), e che sono soddisfatte le condizioni di cui alla lettera d).

La definizione di investitore è sufficientemente ampia, garantendo accesso ad una molteplicità di soggetti, nel rispetto dei principi regolamentari di tutela e trasparenza. Di contro, la normativa pone alcuni importanti dubbi interpretativi circa i requisiti posti sui veicoli d'investimento.

Al riguardo, è opportuno precisare come la precedente formulazione, la quale identificava di fatto i fondi destinatari dell'agevolazione con i "fondi armonizzati UE", rendesse il regime di fatto inutilizzabile. Invero, gli investimenti di *venture capital* richiedono un impegno di natura temporale, che mal si concilia con la struttura tipica dei fondi d'investimento aperti. Opportunamente, l'attuale formulazione, a seguito delle modifiche intervenute con il D.L. n. 1/2012, ricomprende in tale definizione ogni genere di fondo comune d'investimento e, quindi, anche i "fondi chiusi", che rappresentano la maggior parte degli operatori del settore[20].

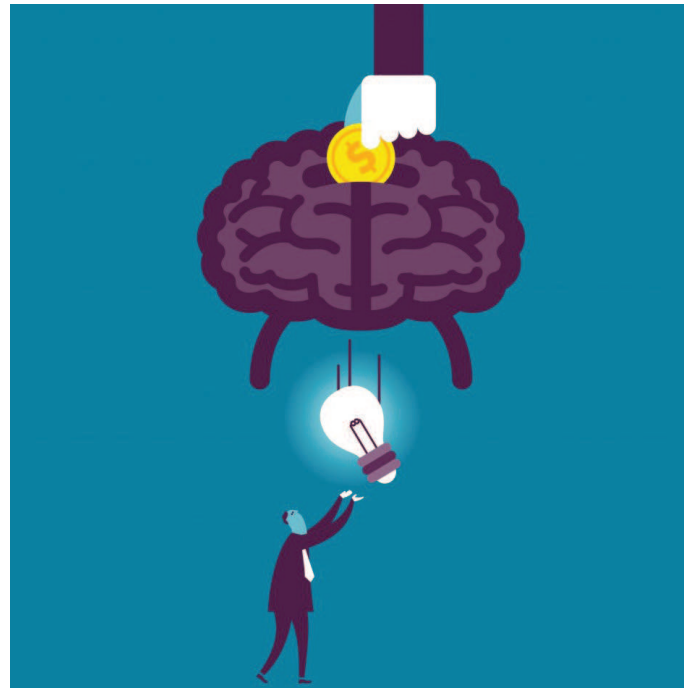
Rimangono ancora irrisolti i dubbi circa le limitazioni previste alla politica d'investimento. In particolare, mentre il secondo comma del citato articolo 31 D.L. n. 98/2011 fa riferimento a fondi "che investono almeno il 75% dei capitali raccolti", la norma attuativa di cui al Decreto stabilisce, invece, che il regolamento dei FVC deve prevedere che "almeno il 75% dei relativi attivi sia investito" in società che rispondono ai requisiti descritti nella medesima normativa.

È di tutta evidenza come il testo del Decreto Legge non consideri in modo adeguato le dinamiche di gestione tipiche dei fondi di investimento. Infatti, la norma non fa alcun riferimento alle spese operative del fondo, che sono comunque finanziate con i capitali raccolti e che dovrebbero pertanto essere escluse dal calcolo della predetta limitazione al 75%. Inoltre, seguendo un'interpretazione letterale, il gestore del fondo si troverebbe

costretto ad effettuare solo investimenti aventi natura di *venture capital* fino al raggiungimento della predetta soglia. Infine, l'agevolazione potrebbe essere negata qualora il fondo non riuscisse ad investire almeno il 75% del capitale raccolto.

Il Decreto attuativo calcola invece il predetto limite del 75% con riferimento alla proporzione di capitale investito, permettendo al gestore di effettuare le scelte d'investimento più opportune, diversificando adeguatamente il rischio, entro i limiti normativi. In tal caso, il gestore dovrà verificare che, nel corso dell'anno solare, il valore degli investimenti in società partecipate aventi i requisiti per l'agevolazione non risulti inferiore al 75% per più di tre mesi[21].

Sono state inoltre previste specifiche norme atte ad agevolare i controlli da parte dell'amministrazione finanziaria e a prevedere un regime sanzionatorio al fine di tutelare le pretese erariali. In particolare, le società di gestione del risparmio e i soggetti residenti incaricati del pagamento dei proventi devono tenere a disposizione dell'Agenzia delle Entrate, anche su supporto informatico, appositi prospetti contabili che consentano di verificare l'osservanza del requisito minimo del 75% di investimento previsto. Inoltre i medesimi soggetti saranno responsabili in caso di recupero dell'imposta dovuta e delle relative sanzioni da parte dell'Agenzia delle Entrate qualora i limiti di investimento minimo non siano stati rispettati.



Un altro aspetto meritevole di approfondimento riguarda l'identificazione dei fondi d'investimento esteri ai quali è riconosciuto il regime di agevolazione. Come anticipato, una prima formulazione della normativa citava in modo generico i "fondi armonizzati UE". L'attuale formulazione è ancora più generica in quanto non fa alcun riferimento alla qualifica di "fondo armonizzato UE". Tuttavia occorre notare come secondo la Commissione europea la misura agevolativa si applicherebbe "agli organismi di investimento di diritto italiano o di diritto estero situati in un altro Stato membro dell'UE o del SEE"[22], apparentemente limitando l'ambito territoriale di applicazione della disposizione.

5.

I requisiti delle società partecipate

Ai sensi del combinato disposto del comma 3 dell'articolo 31 D.L. n. 98/2011 e del comma 1 dell'articolo 1 del Decreto, le società *target* dei FVC, oltre a ricadere nelle fasi di attività sopra identificate ai fini dei requisiti regolamentari, devono essere piccole e medie imprese aventi le seguenti caratteristiche:

- a) non essere quotate. A tal proposito deve essere precisato che, anche in considerazione di quanto riportato dalla Commissione europea, solamente il 75% degli investimenti dei FVC deve essere investito in società non quotate, "mentre il restante 25% potrà essere investito in altre tipologie di investimenti o detenuto in liquidità"[23];
- b) avere sede operativa in Italia. Dalla lettera della norma, così come modificata dal D.L. n. 1/2012, le imprese partecipate non sono obbligate ad avere la propria sede legale in Italia, potendo averla in altri Stati, anche *extra-UE*, ma "sono soltanto tenute a registrarsi in Italia, ovvero ad essere presenti con una filiale, un'agenzia o una stabile organizzazione in Italia"[24]. Il riferimento alla "sede operativa" è foriero di dubbi. Si tratta di una definizione non codificata, né in ambito civilistico, né dalla normativa fiscale. Tuttavia, l'obbligo di registrazione sembra far riferimento al concetto di "sede secondaria" ai fini civilistici ai sensi dell'articolo 2508 del Codice Civile. Si tratterebbe comunque di un requisito meramente formale che non sembra essere in linea con le finalità dell'agevolazione, ovverosia di incentivare la capitalizzazione delle società che investono sul territorio nazionale. In tal caso, infatti, anche una società *extra-UE* che abbia registrato una mera sede di rappresentanza in Italia, senza configurare necessariamente una stabile organizzazione, potrebbe essere considerata idonea ai fini della normativa in esame;
- c) le relative quote od azioni devono essere direttamente detenute, in via prevalente, da persone fisiche. Al momento dell'investimento a norma della misura, almeno il 51% delle quote o azioni della società partecipata deve essere detenuto da persone fisiche[25];
- d) essere soggette all'imposta sul reddito delle società, o ad analogia imposta prevista dalla legislazione del Paese di residenza, senza la possibilità di esserne esentate totalmente o parzialmente;
- e) essere società esercenti attività di impresa da non più di 36 mesi. In particolare devono essere iscritte nel registro delle imprese da non più di 36 mesi. Si dovrebbe ritenere che la condizione di "anzianità" dell'attività produttiva debba essere intesa in senso non solo soggettivo (periodo intercorso dalla costituzione della società), ma anche oggettivo. In altri termini, dovrebbe rilevare, ai fini dell'individuazione del momento di inizio dell'attività d'impresa, l'eventuale continuazione, da parte della società partecipata di un'attività precedentemente intrapresa da altra società a cui essa è subentrata[26];
- f) avere un fatturato, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato prima dell'investimento del FVC, non superiore ai 50 milioni di euro. Il riferimento al fatturato dovrebbe intendersi effettuato alla voce A1 del conto economico redatto secondo lo schema di cui all'articolo 2425 del Codice Civile[27] o al volume di affari rilevante ai fini IVA di cui all'articolo 20 D.P.R. n. 633/1972[28]. Al riguardo, è

utile precisare che la definizione di piccola e media impresa adottata in ambito europeo è più restrittiva in quanto, oltre ad imporre dei limiti finanziari, richiede altresì che il numero dei dipendenti della società in questione non ecceda un certo limite[29].

La novità normativa introdotta non prevede specifici settori di attività destinatari dell'intervento, o particolari esclusioni. Tuttavia, sulla base delle indicazioni espresse dalla Commissione nel testo dell'autorizzazione[30], sono escluse le imprese del settore della costruzione navale e dei settori del carbone e dell'acciaio, nonché le imprese in difficoltà[31].

6.

Ulteriori dubbi interpretativi

Come descritto, la disciplina in esame si pone come obiettivo principale quello di dare un impulso all'iniziativa economica in un settore con elevato potenziale di crescita, il *venture capital*. La tecnica utilizzata è l'incentivo agli investitori di fondi d'investimento specializzati in tale settore. I fondi d'investimento chiusi sono veicoli che permettono la raccolta di capitali e il successivo impiego dei medesimi attraverso una diversificazione del rischio.

Si tratta, in particolare, di investimenti prevalentemente nel capitale di rischio delle società *target* che tuttavia sono spesso strutturati in modo complesso in base all'esigenze finanziarie del momento. È il caso, per esempio, degli strumenti finanziari che rappresentano una combinazione di capitale di rischio e debito, il cui rendimento può essere correlato ai profitti o alle perdite dell'impresa. In altre situazioni si rendono necessarie fonti di finanziamento che, per loro natura, sono temporanee e che quindi richiedono una struttura di impieghi e restituzioni molto veloci. Si pensi ai cosiddetti "*finanziamenti ponte*", che sono spesso concessi dai fondi d'investimento alle imprese nelle quali già detengono una partecipazione per esigenze particolari e ben delimitate.

È auspicabile pertanto che il concetto d'investimento previsto nella normativa in oggetto non sia limitato ai soli strumenti di capitale come sembra indicare la Commissione. Il dato letterale delle disposizioni in commento non è esplicito in tale senso. Il Decreto, nel delineare i requisiti necessari affinché un fondo rientri nella definizione di FVC, fa riferimento esclusivamente "*alle azioni e quote di investimento*", tuttavia, un'interpretazione restrittiva in tal senso, che escluda quindi investimenti effettuati attraverso strumenti partecipativi diversi dalle azioni o quote, risulterebbe piuttosto penalizzante per i fondi stessi.

Sarebbe invece auspicabile che, in linea con la prassi di mercato, eventuali investimenti in strumenti partecipativi ibridi, ovvero di debito, fossero considerati ai fini dell'agevolazione ancorché entro certi limiti e caratteristiche.

Infine, ai sensi del secondo comma dell'articolo 31 D.L. n. 98/2011, i FVC dovrebbero investire in società non quotate nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early-stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion financing*). Sul punto, il Decreto non fornisce ulteriori chiarimenti, mentre la Commissione

ne ha specificato che "secondo le autorità italiane, gli investimenti sono ammissibili fino alla fase di espansione per le piccole imprese e fino alla fase start-up per le medie imprese o fino alla fase di espansione per le medie imprese situate in zone assistite".

Ne consegue che i FVC non potranno far valere, ai fini del raggiungimento della soglia del 75%, gli investimenti in medie imprese successivamente alla fase di start-up, a meno che queste imprese siano situate in zone assistite.

Elenco delle fonti fotografiche:

<http://static.fanpage.it/techfanpage/wp-content/uploads/2012/01/Venture-Capitalist-in-Italia-il-dibattito-accende-la-rete-638x425.jpg> [24.02.2014]

<http://lventuregroup.com/wp-content/uploads/2013/06/il-business-en-labs-fundraising-1024x950.jpg> [24.02.2014]

[1] Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital*.

[2] Comunicazione della Commissione europea COM(2010) 2020 def., *Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, paragrafo 3.2.

[3] Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, del 6 luglio 2011, n. 155 e convertito, con modificazioni, dalla L. n. 111/2011, pubblicata in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, del 16 luglio 2011, n. 164.

[4] Articolo 90 D.L. n. 1/2012, convertito, con modificazioni, dalla L. n. 27/2012.

[5] Comunicazione della Commissione europea C(2012) 6451 final del 17 settembre 2012 (di seguito Comunicazione).

[6] Decreto Ministeriale 21 dicembre 2012, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, del 28 febbraio 2013, n. 50.

[7] Articoli 25-32 D.L. n. 179/2012, pubblicato sul Supplemento ordinario n. 194 della Gazzetta Ufficiale del 19 ottobre 2012, n. 245, e convertito, con modificazioni, dalla L. n. 221/2012, pubblicata in: Gazzetta Ufficiale del 18 dicembre 2012, n. 294.

[8] Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese, pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'UE 2006/C 194/02 del 18 agosto 2006.

[9] "Libro Bianco – Proposte per lo sviluppo del *venture capital* in Italia", a cura della Commissione *Venture Capital* di AIFI, 2011, pagine 11-12. L'AIFI, in particolare, proponeva l'introduzione di un regime di incentivo fiscale che prevedesse la deducibilità dal reddito (o detraibilità dall'imposta sul reddito) per le persone fisiche e giuridiche, pari all'ammontare investito in quote di fondi di *venture capital* dedicati alle imprese *high tech*, ricordando le misure predisposte in tal senso dalla Francia e dal Regno Unito: nel primo caso, attraverso la creazione dei *Fonds Communs de Placement dans l'Innovation* (FCPI); nel secondo mediante lo schema di incentivo del *Venture Capital Trust* (VCT). Inoltre, AIFI ricordava che la Legge finanziaria francese del 2005, al fine

di favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese, introdusse un'esenzione dall'imposta sui redditi per i rendimenti maturati da determinate categorie di prodotti assicurativi. Secondo l'AIFI tale schema sarebbe potuto essere studiato e applicato anche in Italia, in quanto presentava numerosi vantaggi: l'agevolazione fiscale sarebbe stata a beneficio dell'investitore; sarebbe stata applicabile a diverse tipologie di prodotti, non necessariamente di natura assicurativa; aveva già superato il vaglio della Commissione europea in materia di aiuti di Stato.

[10] Articolo 26-*quinquies* del Decreto del Presidente della Repubblica (di esiguità D.P.R.) n. 600/1973.

[11] Articolo 26-*quinquies*, comma 4 D.P.R. n. 600/1973.

[12] Articolo 26-*quinquies*, comma 4, lettera c, ultimo periodo D.P.R. n. 600/1973.

[13] Si tratta dei soggetti di cui all'articolo 6 D.Lgs. n. 239/1996, ovvero sia i soggetti residenti all'estero e beneficiari effettivi di tali proventi e determinati investitori istituzionali.

[14] Comunicazione, punto 16. L'esenzione, ai sensi del comma 4 dell'articolo 31, è relativa ai proventi di cui alla lettera g del comma 1 dell'articolo 44 TUIR. Pertanto, ancorché la Comunicazione faccia riferimento alla categoria reddituale dei "redditi diversi" di cui all'articolo 67 TUIR realizzati da persone fisiche, enti non commerciali e soggetti non residenti senza stabile organizzazione in Italia, devono essere considerate soggette all'ordinario regime di tassazione previsto dalla disciplina sui redditi di impresa anche le plusvalenze realizzate da sottoscrittori che detengano le quote di FVC nell'ambito dell'attività d'impresa.

[15] Comunicazione, punto 17.

[16] Comunicazione, punto 8.

[17] Come riportato nella Comunicazione, punto 11, "Gli investimenti dei FVC nelle PMI beneficiarie saranno effettuati esclusivamente sotto forma di strumenti *equity*. Il capitale di sostituzione [ndr: ovvero sia acquisito da altri operatori] e le acquisizioni con indebitamento sono escluse dal regime" dell'agevolazione.

[18] Articolo 1, comma 1 del Decreto.

[19] Direttiva n. 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

[20] Marchese Sergio, Il nuovo regime fiscale dei fondi di *venture capital*, in: *Strumenti finanziari e fiscalità*, n. 8/2012, pagina 32.

[21] Articolo 1, comma 3 del Decreto.

[22] Comunicazione, punto 26(b).

[23] Comunicazione, punto 30.

[24] Comunicazione, punto 23.

[25] Comunicazione, punto 21.

[26] Marchese Sergio, op. cit.

[27] Piazza Marco, Gli incentivi a favore degli investitori in fondi di "venture capital" per le "start-up", in: *Corriere Tributario*, n. 15/2013, pagina 1171.

[28] Marchese Sergio, op. cit.

[29] Le piccole e medie imprese sono definite dalla Raccomandazione della Commissione europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE), secondo cui nella categoria delle piccole e medie imprese si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro e media impresa un'impresa che occupa meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro, oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

[30] Comunicazione, punto 25.

[31] Non esiste una definizione comunitaria di impresa in difficoltà. Tuttavia, la Commissione europea ritiene che un'impresa sia in difficoltà quando essa non sia in grado, con le proprie risorse o con le risorse che può ottenere dai proprietari/azionisti o dai creditori, di contenere perdite che, in assenza di un intervento esterno delle autorità pubbliche, la condurrebbero quasi certamente al collasso economico, nel breve o nel medio periodo. Per ulteriori approfondimenti si rimanda agli Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà (Gazzetta Ufficiale C 244 del 1. ottobre 2004).