

Associazione Emittenti AIM Italia**14 settembre 2020**

••*

**CONSULTAZIONE PUBBLICA SULLA BOZZA DI CIRCOLARE ESPLICATIVA DELLA
“NOZIONE DI MERCATO REGOLAMENTATO RILEVANTE NELLA NORMATIVA IN MATERIA DI IMPOSTE SUI REDDITI”****1. Premessa**

Il legislatore tributario ha fatto riferimento alla nozione di “*mercati regolamentati*” in diversi contesti per differenziare il regime fiscale applicabile ai titoli (o alla società emittente) in funzione della negoziazione degli stessi su un mercato regolamentato. Ne consegue che la qualificazione di mercato regolamentato ha dei riflessi non trascurabili nell’ambito del diritto tributario, per un’analisi dei quali, si rinvia a quanto riportato nell’Allegato n. 1.

In data 29 luglio 2020, l’Agenzia delle Entrate ha pubblicato sul proprio sito in bozza una circolare (“**Documento**” o “**Circolare**”) a commento della nozione di mercato regolamentato rilevante nella normativa in materia di imposte sui redditi. In tale contesto, l’Agenzia delle Entrate ha espressamente equiparato i sistemi multilaterali di negoziazione (“**MTF**”) ai mercati regolamentati.

Sin d’ora, appare opportuno evidenziare come l’Agenzia delle Entrate, intendendo fornire un’interpretazione normativa volta a equiparare le due sedi di negoziazione (*i.e.* mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione) appare svolgere un compito che esula dalle proprie competenze.

Un’eventuale equiparazione tra i due mercati, infatti, dovrebbe intervenire esclusivamente a livello normativo con un atto legislativo, e non a livello interpretativo come proposto dall’Agenzia delle Entrate nel Documento.

Occorre, inoltre, osservare come l’equiparazione automatica e generalizzata tra mercati regolamentati e MTF possa condurre a risultati distorsivi se non dirompenti rispetto alle situazioni pregresse per le quali alcuna indicazione è contenuta nella Circolare che manca di fare “salvi i comportamenti difforni pregressi” (per esempio in punto di fiscalità delle PMI Innovative) e ciò appare vieppiù inopportuno considerato che al momento il Paese è colpito da una delle peggiori crisi economiche della storia repubblicana.

Quanto sopra, appare ancora più rilevante considerando che il legislatore, anche di recente, ha dimostrato piena consapevolezza delle differenze che intercorrono tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione. Questo perché, laddove il legislatore abbia voluto equipararne il regime, è intervenuto con una specifica previsione normativa, senza supporre alcuna equiparazione tra le due discipline, né tanto meno fornendo dei chiarimenti meramente interpretativi.

A titolo esemplificativo, basti ricordare come, nell’ambito delle modifiche del diritto societario volte a semplificare il regime in materia di aumenti di capitale, il legislatore abbia espressamente esteso taluni regimi applicabili, originariamente, alle sole società quotate su mercati regolamentati anche alle società ammesse su sistemi multilaterali di negoziazione ⁽¹⁾ o alla disciplina in tema di informazione societaria estesa agli emittenti ammessi alle negoziazioni su MTF ex art. 114, comma 12, D. Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998 (“**TUF**”).

2. Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione nel diritto dei mercati finanziari

Secondo il parere dell’Agenzia delle Entrate, come detto poco sopra, il TUF assimilerebbe i sistemi multilaterali di negoziazione ai mercati regolamentati, in quanto entrambi caratterizzati per il fatto di essere sottoposti a un insieme di regole organiche che presiedono all’organizzazione e al funzionamento del mercato stesso. Pertanto, secondo la posizione dell’Agenzia delle Entrate, l’elemento utile per individuare un mercato regolamentato

⁽¹⁾ Il riferimento è all’art. 44 del decreto legge n. 76 del 16 luglio 2020 il quale ha apportato alcune modifiche all’art. 2441, cod. civ., volte ad agevolare la raccolta di capitale di rischio e i conferimenti in natura. Si veda anche l’art. 2412, comma 5, cod. civ., in tema di prestiti obbligazionari.

sarebbe rappresentato dall'esistenza di disposizioni che ne regolamentano le modalità di accesso e di funzionamento.

Alla luce di quanto precede, l'Agenzia delle Entrate ha affermato che AIM Italia, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**AIM Italia**") deve necessariamente essere ricondotto a un mercato regolamentato.

Sotto il tale profilo, la posizione dell'Agenzia delle Entrate è priva di alcun fondamento giuridico. Infatti, la distinzione tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione è netta e ben marcata sia nella legislazione europea, che per prima ha introdotto tali categorie, sia nella legislazione nazionale che ha recepito le norme comunitarie.

È stato, infatti, il legislatore europeo che con la Direttiva sui servizi di investimento del 1993 (Direttiva 93/22/CEE) ha determinato una trasformazione della disciplina dei mercati regolamentati, introducendo una completa revisione delle regole di funzionamento e degli assetti istituzionali di tali sedi di negoziazione.

Con la Direttiva 93/22/CEE, infatti, il legislatore europeo ha introdotto il principio del mutuo riconoscimento non soltanto agli intermediari, ma anche ai mercati. In conseguenza di ciò, a partire da tale intervento normativo, la qualificazione di un mercato come "regolamentato" in uno Stato membro ne comporta la possibile estensione di operatività negli altri Paesi dell'Unione Europea.

In seguito, con la Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 ("**MiFID**"), prendendo atto dell'emergere, a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati ⁽²⁾, il legislatore europeo ha avvertito l'esigenza di distinguere i sistemi multilaterali di negoziazione dai mercati regolamentati ⁽³⁾.

Il quadro normativo appena delineato ha dunque finito per comprimere il ruolo dei mercati regolamentati dal momento che la normativa europea (dettata oggi dalla direttiva 2014/65/EU del 15 maggio 2014 ("**MiFID II**") ⁽⁴⁾ che preso il posto della MiFID) prevede come canali alternativi per la negoziazione anche i *sistemi multilaterali di negoziazione*, considerati come *servizi di investimento* destinati alla negoziazione di strumenti finanziari al di fuori dei mercati regolamentati.

Pertanto, la differenza primaria tra le due sedi di negoziazione, risiede nel fatto che i mercati regolamentati sono mercati mobiliari armonizzati a livello europeo basati su una specifica regolamentazione legislativa ⁽⁵⁾, con conseguente applicazione del principio del mutuo riconoscimento ⁽⁶⁾.

Di contro, gli MTF sono mercati mobiliari non armonizzati a livello europeo: il loro funzionamento e il relativo accesso sono regolati esclusivamente dalla società di gestione del mercato, il che comporta che le regole applicabili varino da mercato a mercato. La stessa CONSOB (v. comunicato stampa del 25 ottobre 2019) ha precisato che AIM Italia è piattaforma multilaterale di negoziazione, *costituita come mercato non regolamentato*, non sottoposto alla vigilanza della CONSOB se non per i profili relativi al contrasto degli abusi di mercato.

⁽²⁾ Cfr. Art. 4, n. 14 della MiFID che definiva mercato regolamentato come un "*sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo II*" mentre un MTF come "*sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ai sensi delle disposizioni del titolo II*".

⁽³⁾ Dando attuazione alla direttiva MiFID, il D. Lgs 164 del 2007 ha espunto la nozione di mercato non regolamentato (contenuta nel dettato originario del TUF) e il TUF oggi distingue i mercati regolamentati (Capo I, del Titolo I, della Parte III) dai sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati (Capo II, del medesimo Titolo I).

⁽⁴⁾ Si ricorda che la MiFID II ha dettato una disciplina generale per le *sedi di negoziazione*, nozione che ricomprende sia i mercati regolamentati, sia i sistemi multilaterali di negoziazione sia i sistemi organizzati di negoziazione (i quali si caratterizzano sotto il profilo dei margini di intervento del gestore nelle concrete dinamiche di negoziazione) (cfr. art. 4, comma 1, n. 24, della MiFID II).

⁽⁵⁾ Si vedano, ad esempio, le Direttive Transparency 2004/109/CE, 2007/14/CE e 2013/50/UE nonché le Direttive Shareholders' right 2007/36/CE e 2017/828/UE, le Direttive 2014/56/UE e 2014/537/UE in tema di revisione legale nonché la Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

⁽⁶⁾ In tema si veda anche il comunicato stampa CONSOB del 25 ottobre 2019 ove l'Autorità precisa che AIM Italia è piattaforma multilaterale di negoziazione, costituita come mercato non regolamentato, non sottoposto alla vigilanza della CONSOB se non per i profili relativi al contrasto degli abusi di mercato.

Inoltre, come ampiamente illustrato in dottrina, oltre a quanto già specificato, l'elemento distintivo tra un MTF e un mercato regolamentato risiede nel valore del provvedimento autorizzativo, il quale rappresenta un elemento costitutivo della fattispecie limitativamente ai mercati regolamentati.

I mercati regolamentati sono, infatti, mercati *autorizzati* da CONSOB *ex art. 64-quater* TUF, mentre i sistemi multilaterali di negoziazione (ivi incluso AIM Italia) sono, per contrapposizione, mercati non autorizzati.

Ancora, un'ulteriore differenza si rinviene nel soggetto che gestisce la sede di negoziazione: un sistema multilaterale di negoziazione può essere gestito sia da una società di gestione di mercati regolamentati sia da intermediari abilitati alla prestazione di servizi e attività di investimento (es una SIM)

Infine, ulteriori differenze si rinvengono nel fatto che: (i) i requisiti dei mercati regolamentati sono in parte diversi e, tendenzialmente, meno pervasivi di quelli degli MTF, al fine di incentivare la crescita delle piccole e medio imprese destinate a questo tipo di sede di negoziazione ⁽⁷⁾; e (ii) quando un MTF è organizzato e gestito da un intermediario (e.g. una banca o un'impresa di investimento) le regole che disciplinano il soggetto gestore discendono dalle norme del TUF in materia di intermediari, anziché da quelle che regolano i soggetti che gestiscono un mercato.

Alla luce di quanto sopra, appare chiaro che la distinzione tra le due sedi di negoziazioni operata dalla normativa europea non consente alcuna equiparazione. Sebbene, infatti, il *corpus* normativo appaia caratterizzato da un ravvicinamento in termini di principi regolatori (v. il regolamento (UE) n. 596/2014 in tema di abusi di mercato), le due *trading venue* mantengono caratteri di forte diversificazione normativa e regolamentare in sede comunitaria e domestica.

3. L'equiparazione dei sistemi multilaterali di negoziazione ai "mercato regolamentato" sotto il profilo tributario

Il riferimento alla nozione di "mercato regolamentati" è stato introdotto ai fini delle imposte sui redditi dal D.L. 416/1994 allo scopo di adeguare la terminologia utilizzata nell'ambito del testo unico con quella utilizzata nei provvedimenti relativi al mercato mobiliare.

I primi chiarimenti dell'Agenzia delle Entrate in merito alla valenza della nozione di "*mercato regolamentati*" sono stati rilasciati nell'ambito della CM n. 165/E del 24 giugno 1998 a commento delle disposizioni di cui all'art. 81 (attuale art. 67, comma 1, lett. c) del TUIR) che recepiscono le modifiche apportate dal D. Lgs. 461/97 (disposizione che aveva riordinato tra l'altro la disciplina fiscale dei redditi diversi di natura finanziaria).

Il Documento precisa che i chiarimenti di cui alla CM 165/1998 individuano una nozione di "mercato regolamentato" da applicarsi in ambito tributario basata non sulla terminologia utilizzata dal legislatore, quanto piuttosto sull'esistenza di una normativa che ne disciplini il funzionamento e le negoziazioni.

In proposito, partendo dall'analisi delle disposizioni del TUF, il Documento fornisce una descrizione degli elementi caratterizzanti e dei requisiti dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, enfatizzando le similitudini esistenti tra gli stessi ⁽⁸⁾.

Alla luce dell'analisi condotta, l'Agenzia delle Entrate evidenzia che i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione sono accomunati dal fatto di avere entrambi un regolamento ovvero un insieme di regole predeterminate che sovrintende alla formazione dei prezzi, il cui rispetto è verificato da un'autorità pubblica (il che però non è corretto in quanto come sopra visto la potestà regolamentare di CONSOB è limitata agli abusi di mercato). Atteso che l'Agenzia delle Entrate ritiene che ai fini delle imposte sui redditi l'elemento rilevante alla base dell'equiparazione sia rappresentato dall'esistenza di regole di formazione dei prezzi, conclude che i sistemi multilaterali di negoziazione e i mercati regolamentati sono equiparabili tra loro in quanto in entrambi i casi il

⁽⁷⁾ A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si ricorda la disciplina in materia di prospetto di quotazione, di OPA e di *governance* degli emittenti ammessi su un MTF.

⁽⁸⁾ In particolare, il Documento enfatizza come gli strumenti multilaterali di negoziazione siano simili ai mercati regolamentati, in quanto entrambi: (i) sono sistemi multilaterali che consentono l'incontro di interessi multipli di acquisto e vendita; (ii) devono dotarsi di regole e procedure trasparenti e non discrezionali che garantiscano una negoziazione corretta e ordinata; (iii) sono soggetti a un regime autorizzativo e a un regime di vigilanza; e (iv) devono istituire regole trasparenti che disciplinano in modo oggettivo l'accesso agli operatori.

prezzo delle azioni (o di altri titoli) quotate o ammesse alle negoziazioni può essere stabilito sulla base di “*valori oggettivamente rilevabili*”.

Inoltre, l'interpretazione sostanzialistica dell'Agenzia delle Entrate non sembra aver considerato il fatto che negli ultimi anni il legislatore tributario, nel regolare l'applicazione di specifici regimi applicabili sia a titoli quotati su mercati regolamentati sia a titoli negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione si è premurato di specificarlo in modo puntuale, sottintendendo che ai fini tributari la nozione di mercato regolamentato non includerebbe quella di sistema multilaterale di negoziazione ⁽⁹⁾.

Al pari del legislatore, anche l'Agenzia delle Entrate negli anni passati in alcuni documenti di prassi ⁽¹⁰⁾ ha fatto riferimento alla nozione di sistemi multilaterali di negoziazione e a quella di mercati regolamenti, lasciando in questo modo presupporre che i primi non sono inclusi nei secondi.

Va infine segnalato che le conclusioni dell'Agenzia delle Entrate, che portano ad equiparare ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione, non sembrano tener conto che in questi ultimi i prezzi di negoziazione sono formati da volumi di scambio generalmente inferiori e, nel caso dei titoli azionari, relativi a percentuali del capitale estremamente ridotte, pertanto non sempre possono essere considerati rappresentativi degli effettivi valori degli *asset*. Senza dimenticare che vi sono MTF non accessibili al pubblico ma solo a investitori istituzionali caratterizzati da una liquidità estremamente ridotta o MTF in cui è assente per natura del mercato (v. ad esempio AIM Italia Pro in caso di *just listing*)

Inoltre, l'Agenzia delle Entrate, escludendo la possibilità di ricorrere alla procedura di rideterminazione del costo o valore di acquisto delle partecipazioni al fine di determinare la plusvalenza realizzata con la cessione delle azioni sul mercato AIM Italia, assume una posizione del tutto contrastante con la sensibilità del legislatore nazionale ed europeo, i quali avvertono ormai da tempo l'esigenza di favorire gli investimenti sui mercati di capitale che accolgono le piccole e medie imprese.

Sotto un secondo profilo, di carattere di opportunità legislativa, occorre ricordare come l'importanza di migliorare l'accesso al capitale di rischio per le piccole e medie imprese sia dichiaratamente avvertita sia dal legislatore europeo sia dal legislatore nazionale. In tale contesto, qualsiasi iniziativa o intervento normativo o interpretativo che mini l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI costituisce un rallentamento alla crescita economica nazionale ed europea, considerato che le dimensioni dei mercati dei capitali sono positivamente correlate con lo sviluppo delle imprese.

Avvertita questa esigenza, e al fine di ridurre lo svantaggio tra PMI e grandi imprese nella raccolta del capitale (cd. *equity gap*), legato al ridotto *set* informativo che caratterizza le PMI stesse, alla ridotta liquidità dei titoli, oltreché al maggior impatto dei costi di quotazione, sono stati introdotti dal legislatore nazionale diversi incentivi fiscali per favorire la crescita del mercato sia dal lato dell'offerta (*i.e.* rivolti alle imprese), sia dal lato della domanda (*i.e.* rivolti agli investitori).

Infine, si rileva che, limitando gli incentivi fiscali previsti nell'ipotesi di smobilizzo di una partecipazione su AIM Italia, si finisce per contrastare l'accesso al mercato, non andando incontro alle esigenze degli investitori che, in

⁽⁹⁾ Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, a: (i) l'art. 1, comma 89, L. 205/2017, in materia di credito di imposta per le imprese che si quotano, il quale fa riferimento alle imprese che “iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione”; (ii) l'art. 19, comma 1, lettera a) del D. L. 24 giugno 2014, n. 91, che ha rafforzato l'ACE prevedendo, *inter alia*, la maggiorazione del 40% della variazione in aumento del capitale proprio “*per le società le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione*”; (iii) l'art. 1, commi 491 e ss della L. 228/2012, in tema di Tobin tax, che ha previsto l'applicazione dell'aliquota dimezzata per “*i trasferimenti che avvengono in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione*”; (iv) l'art. 25 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. “Decreto crescita bis”) in quale, in tema di requisiti per l'accesso al regime delle c.d. start-up innovative, prevede che le “*azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione*”; e (v) l'art. 1 del D. Lgs. 239/1996 il quale prevede che la ritenuta di cui all'art. 26 del DPR 600/73 “*non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, e delle cambiali finanziarie, emesse da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione [...]*”.

⁽¹⁰⁾ Si segnalano a titolo esemplificativo: la CM n. 21/E/2015 (§ 1) a commento della maggiorazione ACE applicabile alle “società quotate” ha chiarito che “la nuova agevolazione consiste in una maggiorazione della variazione in aumento del capitale proprio per le società ammesse a quotazione le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”; e la CM n. 3/E/2018 (§ 6) indicando gli investimenti oggetto di PIR, indica gli strumenti finanziari “... anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione”.

un contesto di ridotta liquidità, trovano supporto (e quindi un incentivo alla quotazione su AIM Italia) proprio nel vantaggio nella normativa fiscale.

4. Conclusioni

Si ritiene che l'equiparazione automatica e generalizzata tra la nozione di "mercato regolamentato" e quella di "sistema multilaterale di negoziazione" possa condurre a risultati distorsivi visto che non ricorrono in alcun modo gli estremi per una equiparazione della ratio sottesa alla disciplina fiscale prevista per le società quotate sui mercati regolamentati e per le società quotate in sistemi multilaterali di negoziazione.

Si rende tutt'al più opportuno un intervento legislativo che passi attraverso l'analisi delle singole fattispecie disciplinate allo scopo di appurare se vi sia eventualmente una identità di ratio (che ci pare difficile reperire visto quanto sopra osservato) e quindi possa, in determinati casi, essere introdotta una identità di disciplina.

Ciò premesso, spaventa a chi scrive l'effetto "*disruptive*" che una tale equiparazione può produrre sulle situazioni pregresse per le quali alcuna indicazione è contenuta nella Circolare che manca di fare "salvi i comportamenti difformi pregressi" (per esempio in punto di fiscalità delle PMI Innovative) nonché sulle future quotazioni o cessioni del pacchetto di controllo che potrebbero essere fortemente disincentivate dal nuovo regime tributario con conseguenti pesanti ricadute sugli MTF, che hanno il delicato ruolo in questo momento di grave crisi economica del Paese di assicurare alle PMI quante più possibili fonti di finanziamento alternative, affinché queste possano sostenere la propria crescita e patrimonializzazione e affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria ⁽¹¹⁾ nonché di permettere operazioni di aggregazione industriale per meglio fronteggiare l'attuale situazione recessiva.

Da ultimo, apprezzando la disamina regolamentare illustrata a supporto della tesi dell'equiparazione, si ravvedono importanti elementi di complessità applicativa nell'interpretazione della nozione offerta ai casi concreti e ci si chiede se questa novità sia effettivamente conforme allo spirito di semplificazione che caratterizza l'evoluzione della disciplina fiscale degli ultimi anni.

⁽¹¹⁾ Sul punto ci permettiamo di rinviare a Camera dei Deputati, VI Commissione (Finanze), *Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica*, Audizione AssoAIM - Associazione Emittenti AIM Italia, Roma, 15 luglio 2020, pubblicato in https://www.camera.it/application/xmanager/projects/leg18/attachments/upload_file_doc_acquisiti/pdfs/000/003/918/Memoria_AssoAIM.pdf.

Allegato 1

Le implicazioni delle conclusioni dell’Agenzia delle Entrate

L’equiparazione dei sistemi multilaterali di negoziazione ai mercati regolamentati ha delle implicazioni rilevanti sotto i profili tributari.

Per poter comprendere gli impatti scaturenti dall’interpretazione fornita dal Documento, viene fornita di seguito una rassegna esemplificativa e non esaustiva dei contesti più rilevanti nei quali il legislatore tributario ha fatto riferimento alla nozione di “mercato regolamentato” – definizione che per effetto dell’interpretazione fornita dall’Agenzia delle Entrate nel Documento, è riconducibile anche ai sistemi multilaterali di negoziazione – mettendo in evidenza il differente regime fiscale applicabile ai titoli quotati in mercati regolamentati (o alle società emittenti) rispetto a quelli non quotati.

Disposizione normativa	Azione/Titolo negoziato in mercato regolamentato	Azione/Titolo NON negoziato in mercato regolamentato	Ratio sottostante ad un trattamento differenziale
Stima del valore normale Art. 9, comma 4, TUIR ⁽¹²⁾	Il valore normale di azioni, obbligazioni e altri titoli negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri è determinato in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell’ultimo mese.	Il valore normale è determinato in proporzione al valore del patrimonio netto (per le società di nuova costituzione, all’ammontare dei conferimenti).	Per i titoli quotati in mercati regolamentati, attesi gli elevati volumi scambiati e la numerosità delle negoziazioni, è accettabile approssimare il valore normale degli stessi alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell’ultimo mese. Alle medesime conclusioni non si può giungere per i mercati non regolamentati dove volumi e numerosità degli scambi sono notevolmente inferiori.
Territorialità delle plusvalenze derivanti dalla cessione a titolo oneroso di Partecipazioni Non Qualificate in società residenti realizzate da soggetti non residenti privi di stabili organizzazioni in Italia ⁽¹³⁾	Non sono mai imponibili, indipendentemente dallo Stato di residenza del cedente (art. 23, comma 1, lettera f) TUIR).	Non sono imponibili solo se il soggetto estero è residente in un Paese c.d. White List (art. 5, comma 5 del D. Lgs. 461/97).	Il regime differenziale è volto ad incentivare l’investimento in società quotate in mercati regolamentati che per la loro regolamentazione e conseguenti sistemi di controllo sia interni che esterni sono tali da garantire (maggiormente rispetto ad una quotata su mercati non regolamentati) che i flussi finanziari non siano canalizzati da/verso paesi a fiscalità privilegiata.

⁽¹²⁾ Il riferimento al valore rinveniente dalle quotazioni dei mercati regolamentati è stato inserito in quanto lo stesso presenta “parametri funzionali a determinare un valore che sia al contempo in grado sia di misurare la effettiva capacità contributiva che di assicurare una apprezzabile oggettività di determinazione” che tuttavia non sono sempre presenti nei sistemi multilaterali di negoziazioni e per tutti i titoli in essi negoziati.

⁽¹³⁾ Invero la *ratio* si riconduce alla necessità di disapplicare per le società quotate, assunte essere operative e commerciali, alcune disposizioni di carattere meramente anti-elusivo.

<p>Requisito della commercialità ai fini della <i>Participation Exemption</i></p> <p>Art. 87 TUIR ⁽¹⁴⁾</p>	<p>Il requisito della “commercialità” di cui alla lettera d) del comma 1 dell’art. 87 TUIR si presume sussistere <i>ex lege</i> per le società i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati.</p>	<p>Il requisito della commercialità di cui alla lettera d) del comma 1 deve essere verificato di volta in volta.</p>	<p>È prevista una presunzione assoluta di commercialità per le società quotate in mercati regolamentati, poiché l’esistenza in atto della quotazione al momento del realizzo fa ritenere soddisfatto il requisito di esercizio di attività d’impresa. In realtà questa è una semplificazione che si è voluto riconoscere solo alle “quotate” su mercati regolamentati</p>
<p>Disciplina delle c.d. “società di comodo”</p> <p>Art. 30, L. 23 dicembre 1994, n. 724. ⁽¹⁵⁾</p>	<p>Sono escluse dalla disciplina delle società di comodo, le società che controllano società i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati italiani ed esteri, alle stesse società quotate ed alle società da esse controllate.</p>	<p>La disciplina delle società di comodo trova applicazione, salvo la possibilità di essere disapplicata, al verificarsi di specifiche cause di esclusione o di disapplicazione.</p>	<p>Atteso che la norma è tesa a penalizzare le società costituite al solo fine di amministrare i patrimoni personali dei soci, la stessa esclude dal campo di applicazione le società quotate in mercati regolamentati, caratterizzate tra l’altro da un’ampia base azionaria. Alle medesime considerazioni non si può pervenire (almeno sul piano logico-teorico) con riferimento alle società quotate su mercati non regolamentati dove il flottante è contenuto.</p>
<p>Rideterminazione (i.e. rivalutazione) del costo fiscale delle partecipazioni detenute da Persone Fisiche non imprenditori e da enti non commerciali</p>	<p>Non è ammessa la rideterminazione del costo fiscale delle partecipazioni.</p>	<p>È consentita la rideterminazione del costo fiscale della partecipazione mediante il pagamento di un’imposta sostitutiva dell’11% del valore della partecipazione.</p>	<p>La norma è volta a favorire la circolazione e lo smobilizzo di partecipazioni societarie in modo da favorirne la crescita tramite l’arrivo di nuove risorse sia in termini finanziari che manageriali.</p> <p>Le società quotate sui mercati non regolamentati (ed in particolare sull’AIM) sono caratterizzate dall’essere di piccole</p>

⁽¹⁴⁾ Vedasi nota n. 13.

⁽¹⁵⁾ Vedasi nota n. 13.

Art. 5, L. 28 dicembre 2001, n. 448 ⁽¹⁶⁾			dimensioni, molte ancora saldamente nelle mani dei proprietari originari e nella sostanza rappresentano proprio quell'insieme di società che la norma vuole agevolare o meglio "spingere" verso la crescita.
--	--	--	--

La nozione di "mercato regolamentato" è stata utilizzata dal legislatore in contesti diversi da quello tributario, tra i quali preme evidenziare il regime di qualificazione delle PMI Innovative, che presenta rilevanti risvolti anche in ambito fiscale. Si propone di seguito, quindi, una descrizione del regime di qualificazione di PMI Innovativa previsto per le società con titoli quotati e non in mercati regolamentati, nel medesimo schema tabellare proposto in precedenza.

Disposizione normativa	Azione/Titolo negoziato in mercato regolamentato	Azione/Titolo NON negoziato in mercato regolamentato	Ratio sottostante ad un trattamento differenziale
Requisiti per la qualificazione di PMI Innovativa Art. 4, D.L. 24.1.2015 n. 3 ⁽¹⁷⁾	Le società con azioni quotate in un mercato regolamentato non possono essere qualificate quali PMI Innovative.	Le società le cui azioni non sono quotate in un mercato regolamentato possono essere qualificate quali PMI Innovative, con il rispetto di specifici requisiti.	Sono escluse le società che hanno accesso ai mercati regolamentati dei capitali in quanto la norma ha come obiettivo quello di agevolare/stimolare la crescita delle piccole e medie imprese, necessità che non si ravvisa per quelle quotate su mercati regolamentati Si ricorda che la caratteristiche delle società quotate sui mercati non regolamentati (ed in particolare AIM) è proprio di essere piccole-medie imprese che stanno iniziando/proseguendo un percorso di crescita che è giusto sia agevolato.

⁽¹⁶⁾ L'intento speculativo che caratterizza in genere la detenzione di partecipazione in società quotate preclude l'accesso alla disciplina di favore in esame.