



**Camera dei Deputati  
X Commissione (Attività Produttive)**

**Audizione informale nell'ambito dell'esame dei disegni di legge abbinati A.C. 1239, recante "Disposizioni per la promozione delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative mediante agevolazioni fiscali, incentivi agli investimenti e all'occupazione e misure di semplificazione", e A.C. 2739, recante "Disposizioni per la promozione e lo sviluppo delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative mediante agevolazioni fiscali, incentivi agli investimenti e all'occupazione e misure di semplificazione"**

**Audizione di Assogestioni**

**Arianna Immacolato, Direttore Fisco e Previdenza  
Alessandro Rota, Direttore Ufficio Studi**

**Roma, 14 aprile 2021**

Camera dei Deputati  
X Commissione (Attività Produttive)  
Audizione di Assogestioni  
Roma, 14 aprile 2021

Assogestioni ringrazia la Presidente della Commissione Attività Produttive della Camera dei Deputati, On. Nardi, nonché i componenti della X Commissione per l'opportunità di rappresentare il proprio punto di vista nell'ambito esame dei disegni di legge abbinati A.C. 1239 e A.C. 2739, recanti "Disposizioni per la promozione delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative mediante agevolazioni fiscali, incentivi agli investimenti e all'occupazione e misure di semplificazione".

L'Associazione rappresenta tutti i principali operatori, italiani ed esteri, attivi nel nostro Paese e specializzati nella gestione di fondi comuni di investimento aperti e chiusi, fondi pensione aperti e negoziali, nonché gestioni di portafoglio, per un patrimonio complessivo che a inizio 2021 si è attestato attorno ai 2.420 miliardi di euro.

Nel corso del nostro intervento ci concentreremo sulle disposizioni che maggiormente interessano l'industria del risparmio gestito e, in particolar modo, su quelle che riguardano i Piani Individuali di Risparmio (PIR), evidenziando i punti di correlazione con le misure agevolative previste più specificamente per le PMI e start-up innovative, al fine di valutarne l'efficacia complessiva.

### **1. PMI e start-up innovative: gli incentivi fiscali**

L'Associazione apprezza le iniziative dei ddl in questione che intervengono su vari aspetti che interessano le start-up e le PMI innovative, in tutte le loro fasi di sviluppo, nella prospettiva di migliorare il quadro normativo di riferimento e creare nuove possibilità di accesso al capitale finanziario da parte di tali imprese.

Tuttavia, come riconosciuto dallo stesso On. Mor in occasione dell'incardinamento del ddl a sua firma, le misure contenute nella proposta di legge A.C. 1239, in particolare quelle sui PIR, e sugli investimenti dei fondi pensione ed enti previdenziali, essendo state depositate

alla Camera nell'ottobre 2018, quando il quadro normativo di riferimento era differente, risultano superate dall'attività legislativa degli ultimi due anni.

Come noto, infatti, dal 1° gennaio 2020, a seguito delle novità introdotte dall'articolo 13-*bis* del decreto legge 26 ottobre 2019, n. 124, convertito con modificazioni, dalla legge 19 dicembre 2019, n. 157 (c.d. "*Collegato Fiscale 2020*"), sono stati rivisti i vincoli di investimento introdotti dalla Legge di Bilancio 2019. In particolare, i due vincoli – quello di investire almeno il 3,5% del valore complessivo del piano in strumenti finanziari di PMI ammesse alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione e quello del 3,5% in quote o azioni di fondi di *venture capital* che investono prevalentemente in PMI non quotate – sono stati sostituiti con un unico vincolo del 3,5% del valore complessivo del piano da investire in strumenti finanziari di imprese non quotate o di imprese quotate non incluse nell'indice FTSE MIB e FTSE Mid Cap.

Questa previsione ha riportato la struttura di investimento dei PIR vicina alla formulazione originaria consentendo la riapertura delle sottoscrizioni ai PIR lanciati nel biennio 2017-2018 che, con i vincoli introdotti dal 1° gennaio 2019, si sono trovati nell'impossibilità di operare per tutto il 2019.

Inoltre, con l'art. 136 del decreto "Rilancio" del maggio 2020 è stato fatto un ulteriore e importante passo a sostegno delle imprese di minori dimensioni. Ai PIR già esistenti (PIR ordinari), in analogia con i modelli già adottati da altri Paesi, come Francia e Regno Unito, è stato affiancato un prodotto ad hoc, i PIR alternativi, destinati a investire in segmenti di mercato più "illiquidi", dove i PIR ordinari non possono arrivare.

In particolare, il PIR alternativo costituisce un nuovo piano, complementare al PIR ordinario, che si caratterizza per un oggetto di investimento più ampio, riguardando non solo l'investimento in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese (deve trattarsi infatti di strumenti finanziari di imprese non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati esteri), ma anche altre fonti di finanziamento alternative al canale bancario, quali la concessione di prestiti e l'acquisizione di crediti delle imprese medesime.

I PIR alternativi, al pari dei PIR ordinari, sono dei contenitori che possono assumere varie forme purché rispettino i vincoli di investimento stabiliti dalla normativa; tuttavia, considerato l'oggetto di investimento tipicamente illiquido (strumenti finanziari emessi da PMI, prestiti e crediti delle predette imprese), meglio si prestano a essere realizzati tramite l'utilizzo di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), quali gli ELTIF, i fondi

di *private equity*, i fondi di *private debt* e i fondi di *venture capital* per i quali non sussistono i problemi di liquidità tipici dei fondi aperti.

L'agevolazione fiscale prevista per gli investitori che siano persone fisiche è più generosa rispetto a quella prevista per i PIR ordinari. Oltre ad assicurare, infatti, l'esenzione da tassazione dei redditi finanziari generati dagli investimenti detenuti nel piano relativamente a investimenti di somme più elevate (300.000 euro annui e 1.500.000 di euro complessivi) e l'esenzione dall'imposta di successione, viene riconosciuto, agli investitori persone fisiche, un credito d'imposta pari alle minusvalenze su strumenti finanziari detenuti per almeno 5 anni nel piano. Detto credito d'imposta, introdotto con la Legge di Bilancio 2021, spetta tuttavia a condizione che gli strumenti finanziari siano acquistati entro il 31 dicembre 2021 nell'ambito di un PIR aperto dal 1° gennaio del medesimo anno.

L'ampia formulazione della disposizione sui PIR alternativi, utilizzata al fine di evitare di ricondurre l'agevolazione tra le misure selettive per le quali è necessaria la preventiva autorizzazione della Commissione europea, consente che l'investimento dei PIR alternativi possa essere effettuato anche in imprese che siano start-up innovative o PMI innovative.

In questo caso, alle agevolazioni fiscali previste per i PIR alternativi, si aggiungono quelle specifiche per gli investimenti effettuati da persone fisiche in start-up innovative o PMI innovative.

Tali agevolazioni, come è noto, consistono in una detrazione dall'IRPEF nella misura del 30% o 50% ed entro determinati limiti di importo, delle somme investite nelle suddette imprese.

In particolare, sono ammessi alle agevolazioni sia gli investimenti effettuati direttamente, sia quelli detenuti indirettamente per il tramite di OICR che siano investiti per almeno il 70% in start-up o PMI innovative.

Tale impostazione comporta che, qualora una persona fisica detenga ad esempio investimenti in OICR che rispettino, al contempo, sia i requisiti della disciplina sui PIR alternativi sia la suddetta percentuale di investimento nelle start-up o PMI innovative, l'investitore può godere sia dell'esenzione prevista per i redditi derivanti dal PIR sia delle detrazioni d'imposta spettanti per gli investimenti in start-up innovative o PMI innovative.

Al fine di valutare l'efficacia e l'adeguatezza degli incentivi fiscali a oggi esistenti, riteniamo opportuno richiamare le indicazioni della Commissione europea sulle caratteristiche ritenute adeguate a disegnare uno schema efficace di incentivi fiscali agli investimenti in PMI e start-

up, contenute nel Rapporto Finale *“Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups”* (Working Paper n. 68-2017).

Tre sono, in particolare, le misure di incentivo fiscale indicate dalla Commissione: un incentivo fiscale nella fase di investimento iniziale (sotto forma di deduzione o detrazione per gli investitori), l'esenzione dei proventi rinvenienti dall'investimento, un regime di recupero delle perdite subite agevolato rispetto a quello ordinario.

Si tratta delle medesime misure che, a seguito delle modifiche introdotte dal decreto Rilancio, sono state fatte proprie dal legislatore nazionale con i provvedimenti adottati negli ultimi due anni per l'investimento in PMI e start-up innovative, tramite i PIR.

La piena efficacia di tali misure di incentivo richiede, tuttavia, un quadro regolamentare che consenta l'accesso al mercato dei capitali privati a una più ampia categoria di investitori. A tal fine si attendono gli esiti della consultazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze sulle proposte di modifica al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 2015 in merito alle condizioni di accesso degli investitori non professionali ai FIA riservati.

Altro aspetto di particolare rilievo su cui la Commissione europea richiama l'attenzione è la correlazione tra l'efficacia dello schema di incentivi fiscali agli investimenti in PMI e start-up e la sua stabilità nel tempo. Frequenti cambiamenti nel disegno e/o nell'entità degli incentivi minano la fiducia degli investitori che, dovendo effettuare un investimento a lungo termine, sono particolarmente sensibili alla certezza del quadro normativo di riferimento degli incentivi fiscali riconosciuti, in quanto riducono sensibilmente il rischio di investimento.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, si è dell'avviso che lo schema di incentivi fiscali previsti dal legislatore italiano per favorire gli investimenti in PMI e start-up innovative abbia già in sé tutte le caratteristiche per poter essere considerato efficace.

Eventuali modifiche potrebbero essere introdotte solo per potenziare e rendere più fruibili le misure già esistenti. Si fa riferimento, in particolar modo, alla disposizione che prevede un recupero agevolato delle minusvalenze eventualmente realizzate attraverso il riconoscimento di un credito d'imposta. Tale misura, infatti, come detto in precedenza, è applicabile unicamente agli strumenti finanziari acquistati nella finestra temporale tra il 1° gennaio e il 31 dicembre 2021 nell'ambito di un PIR aperto nel medesimo anno. Sarebbe pertanto, auspicabile, che tale misura riguardasse una finestra temporale più ampia o fosse inserita a regime, considerato che il lancio dei nuovi prodotti avverrà effettivamente da quest'anno,

non appena l’Agenzia delle entrate avrà chiarito alcuni importanti aspetti operativi dei nuovi prodotti.

Da ultimo, i ddl in esame prevedono l’obbligo, per le forme pensionistiche complementari e le casse di previdenza, di destinare una parte del proprio attivo patrimoniale (0,5%) agli investimenti in fondi di *venture capital*, in fondi promossi da *angel network* o in incubatori certificati italiani nonché in società di investimento.

Va evidenziato come già la legge di Bilancio 2017 abbia previsto la facoltà per i suddetti soggetti di investire nei PIR o in determinati strumenti finanziari, godendo di un regime fiscale di favore, entro una certa percentuale del proprio attivo patrimoniale.

Tale percentuale, inizialmente fissata al 5%, è stata elevata al 10% dalla legge di Bilancio 2019, proprio al fine di canalizzare maggior risparmio previdenziale verso l’economia reale.

Al riguardo si osserva che eventuali modifiche al vigente quadro normativo dovrebbero essere attentamente valutate in termini di compatibilità con la disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato, considerato che la previsione di un obbligo di investimento negli strumenti finanziari emessi da determinate imprese potrebbe essere considerata una misura di carattere selettivo.

## **2. La raccolta dei PIR**

Il 2020 ha segnato il quarto anno di vita dei Piani Individuali di Risparmio a lungo termine (PIR). L’anno è stato inoltre caratterizzato da diverse novità in ambito normativo.

Dal 1° gennaio 2020, a seguito delle novità introdotte dall’articolo 13-*bis* del “*Collegato Fiscale 2020*”, sono stati rivisti i vincoli di investimento introdotti dalla Legge di Bilancio 2019-riportando la struttura di investimento dei PIR vicina alla formulazione originaria consentendo, quindi, la riapertura delle sottoscrizioni ai PIR lanciati nel biennio 2017-2018.

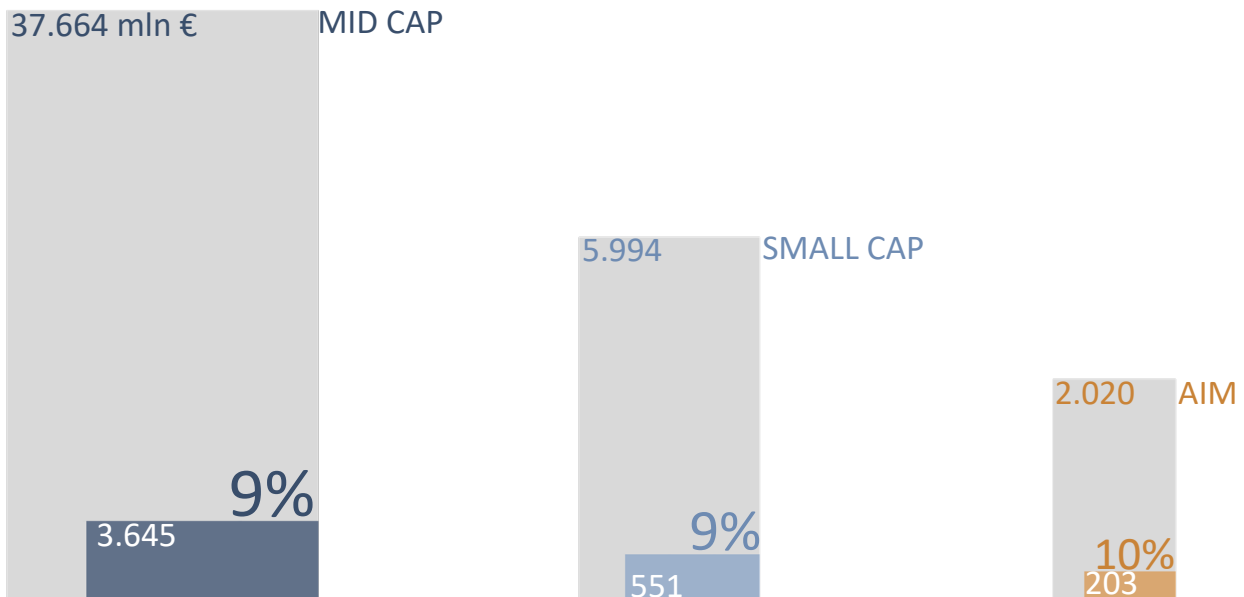
Dopo il sostanziale blocco dell’attività dei PIR che ha comportato nel corso del 2019 una lieve flessione nella dinamica della raccolta netta (-1 miliardo), anche il dato del 2020 chiude con una raccolta negativa di circa 750 milioni.

A fine 2020 lo *stock* complessivamente totalizzato dai 71 fondi PIR censiti è pari a 17,8 miliardi di euro, circa il 2% del totale dei fondi aperti.



**Figura 1.** Fondi aperti PIR *compliant*. Patrimonio gestito e raccolta netta. Miliardi di euro, 2017-2020.

L'impatto dei PIR sui segmenti di mercato azionario meno capitalizzati è stato più che positivo: a fine 2020, le partecipazioni detenute dai piani di risparmio rappresentano il 10% del flottante del segmento AIM e il 9% dei segmenti Small Cap e Mid Cap. In termini assoluti le risorse ammontano a quasi 4,5 miliardi.



**Figura 2.** Fondi aperti PIR *compliant*. Impatto sul flottante dei segmenti di Borsa. Dicembre 2020. Elaborazione su dati Assogestioni, Morningstar e FTSE.

Nel corso del 2020 c'è stato un secondo intervento normativo che ha ulteriormente innovato la disciplina riguardante i PIR.

Con l'art. 136 del decreto "Rilancio" del maggio 2020 sono, inoltre, stati introdotti i PIR alternativi. Questi strumenti devono investire in modo più consistente nei segmenti di mercato più illiquidi prevedendo, infatti, che almeno il 70% del valore complessivo del piano debba essere investito in strumenti finanziari (anche non quotati) di imprese italiane non appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap, in prestiti erogati alle predette imprese nonché in crediti delle medesime imprese.

Il prodotto, come detto in precedenza, si presta a essere realizzato nella forma di FIA chiuso, attraverso strutture quali gli ELTIF, fondi di *private equity*, *private debt*, ecc. In virtù di questo, le tempistiche per il lancio di questi prodotti e per la conclusione delle attività di effettivo investimento tendono ad essere mediamente dilatate di alcuni mesi.

Nel secondo semestre del 2020 sono operativi due fondi PIR alternativi con un patrimonio di 250 milioni. Allo stesso tempo, sono stati ideati e promossi diversi PIR alternativi che vedranno il definitivo decollo nel 2021, anno che potrà essere considerato come il primo vero anno di vita di questo importante strumento di sostegno all'economia reale.