

# Possibili attuazioni delle modifiche introdotte ai Piani Individuali di Risparmio

## Bozza di discussione

21.03.2019

### Premessa

La legge di bilancio ha previsto che i PIR sottoscritti a partire dal 1° gennaio 2019 debbano essere caratterizzati da nuove categorie d'investimento, in particolare:

- una quota pari ad almeno il 5% del 70% dell'investimento in "investimenti qualificati" sia indirizzata a strumenti finanziari, ammessi su sistemi multilaterali di negoziazione, emessi da PMI;
- una quota pari ad almeno il 5% del 70% dell'investimento in "investimenti qualificati" sia indirizzata a quote o azioni di fondi per il venture capital che investano almeno il 70% dei capitali raccolti in PMI.

Per effetto di tali nuovi vincoli, la quota di "investimenti qualificati" che caratterizza il PIR – ossia almeno il 70% dell'investimento complessivo – dovrà prevedere almeno il 10% della stessa, ovvero almeno il 7% dell'investimento complessivo, investito nelle due nuove categorie di attivi, con due sotto-soglie minime per ciascuna delle nuove tipologie di attivi pari, come detto, ad almeno il 5% (ossia il 3,5% dell'investimento complessivo).

### Raccordo con la disciplina comunitaria

Per non essere obbligati a una preventiva comunicazione a Bruxelles, i nuovi Pir dovranno rispettare le regole Ue sugli aiuti alle pmi per il finanziamento del rischio.

Il perimetro delineato per gli investimenti al rischio dal REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014 del 17 giugno 2014 sulle categorie di aiuti compatibili con il mercato interno è il seguente:

- **Soglia imprese target:** meno di 250 addetti e i) fatturato annuo inferiore a 50mln oppure ii) bilancio inferiore a 43 mln<sup>1</sup>.
- **Soglia investimento:** Tetto massimo di aiuto di cui può beneficiare la singola PMI fissato in 15mln<sup>2</sup>. A tale limite concorrono cumulativamente tutte le forme di aiuto contemporaneamente attive (ivi comprese ad es. le garanzie del Fondo di garanzia per le pmi).
- **Caratteristiche delle imprese target:** Sono ammissibili le imprese che al momento dell'investimento iniziale per il finanziamento del rischio sono **PMI non quotate e soddisfano almeno una delle seguenti condizioni:**
  - a) non hanno operato in alcun mercato;
  - b) operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale;

<sup>1</sup> Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003.

<sup>2</sup> Articolo 21, paragrafo 9, del REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014.

c) necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50 % del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni<sup>3</sup>.

Gli aiuti al finanziamento del rischio possono inoltre coprire investimenti ulteriori nelle imprese ammissibili, anche dopo il periodo di sette anni di cui al paragrafo 5, lettera b), se sono soddisfatte le seguenti condizioni cumulative:

a) non è superato l'importo totale del finanziamento del rischio di 15mln;

b) la possibilità di investimenti ulteriori era prevista nel piano aziendale iniziale;

c) l'impresa oggetto di investimenti ulteriori non è diventata collegata, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 3, dell'allegato I, di un'altra impresa diversa dall'intermediario finanziario o dall'investitore privato indipendente che finanzia il rischio a titolo della misura, a meno che la nuova impresa risultante non sia una PMI<sup>4</sup>.

- **Strumenti ammissibili:** A livello delle imprese ammissibili, gli aiuti al finanziamento del rischio possono assumere la forma di investimenti in equity e in quasi-equity, prestiti, garanzie o una combinazione di queste forme<sup>5</sup>.

## Considerazioni

Sulla base dell'attuale dibattito in corso circa gli elementi che potrebbero essere contenuti nel decreto attuativo delle modifiche introdotte con L. 30 dicembre 2018, n. 145, ai Piani Individuali di Risparmio, appare opportuno rilevare:

- 1) Nella formulazione del decreto attuativo, dovranno essere evitate eventuali restrizioni del campo di applicazione della normativa primaria che non siano condizionate al rispetto della normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato.**

Ad esempio, non si ritengono opportune e coerenti con le finalità della normativa, eventuali limitazioni degli strumenti ammissibili alle sole asset class di Equity e Quasi-Equity. Si ricorda che nel regolamento UE 651/2014 "*Aiuti compatibili con il mercato interno*", al punto 71 dell'art. 2, tale definizione interessa investimenti in equity e quasi-equity, prestiti, compresi i leasing, le garanzie o una combinazione di questi strumenti, a favore di imprese ammissibili al fine di realizzare nuovi investimenti". Dato che la norma punta a finanziare le PMI – e che per gli intermediari è utile che tutti gli strumenti potenzialmente qualificati siano messi a disposizione per la strutturazione dell'offerta di PIR anche al fine di migliorare la diversificazione dell'asset allocation attraverso strumenti di debito (ad esempio "minibond" ed altre obbligazioni emesse da PMI, commercial paper) - si ritiene che una norma attuativa di rango inferiore, sia alla legge sia al regolamento europeo, non possa utilizzare una definizione diversa e più limitante rispetto a quanto previsto da norme di rango superiore. Pertanto, sarebbe necessario riportare nel decreto attuativo la stessa definizione indicata nel regolamento UE.

Inoltre, nel definire il "sistema multilaterale di negoziazione (MTF)" non appare opportuno introdurre condizioni alle tipologie di piattaforme interessate. Così sarebbe, ad esempio, prevedendo una condizione per cui la maggioranza degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nella piattaforma siano emessi da PMI. La conseguenza è che attualmente solo l'AIM sarebbe l'MTF su cui

<sup>3</sup> Articolo 21, paragrafo 5, del REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014.

<sup>4</sup> Articolo 21, paragrafo 6, del REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014.

<sup>5</sup> Articolo 21, paragrafo 4, del REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014.

operare. Ciò non è richiesto dalla disciplina degli aiuti di Stato che introduce la definizione di «piattaforma alternativa di negoziazione»<sup>6</sup> quale sistema multilaterale di negoziazione nel quale la maggioranza degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione siano emessi da PMI, ai fini dell'applicazione della disciplina dettata all'Articolo 23 sugli Aiuti alle piattaforme alternative di negoziazione specializzate nelle PMI ma ciò non rileva rispetto al campo di applicazione del dettato dell'articolo 21 sugli Aiuti al finanziamento del rischio. Stante la ratio della norma brevemente richiamata al punto precedente, cioè di finanziare le PMI, perché imporre vincoli anche sui tipi di MTF?

**2) Dovrebbe essere favorita la liquidabilità delle quote o azioni di fondi di venture capital.**

Nell'auspicio che si possano creare uno o più fondi di fondi dedicati al mercato del venture capital (ex-art. 1 comma 209 della legge di bilancio 2019), sarebbe utile che tali strumenti specificassero nel loro regolamento di gestione **la possibilità di acquisire quote di fondi sul mercato secondario**. In questo caso, tali soggetti avrebbero un ruolo "di garanzia" con possibilità di riscattare le quote dei PIR a condizioni di mercato.

Nell'ipotesi che i PIR continuino ad alimentare il nostro mercato, in fase più avanzata si verificherà la possibilità per un PIR di subentrare come sottoscrittore di quote di fondi di venture capital disinvestite da altri PIR.

Un ulteriore elemento da tenere in considerazione, per facilitare la liquidabilità delle quote o azioni di fondi di venture capital, è il **ruolo dei fondi di fondi attivi sul mercato secondario a livello internazionale**, che AIFI ha mappato (circa 30 gestori) e che sta sensibilizzando al fine di accrescerne la conoscenza del mercato italiano. Occorre anche precisare che tali soggetti lavorano su quote di taglio medio-alto e operano, per prassi di mercato, applicando uno sconto pari al 10%-15% rispetto al fair value.

Naturalmente, se si considera che la best practice è adottare modelli di **diversificazione degli investimenti**, la dimensione delle quote di fondi di venture capital potrebbe essere tale da consentire una facile collocazione sul mercato. In ogni caso, si può prevedere la possibilità di sottoscrivere **più quote di minore ammontare unitario**. A titolo di esempio, se si considera un PIR con un flusso annuo di 700-800 milioni di euro, una dimensione medio-grande rispetto al passato e al flusso di raccolta che si può ipotizzare in futuro, il 3,5% (cioè il 5% del 70%) di tale importo vale 25/30 milioni di euro; attraverso un'ipotetica diversificazione si arriverebbe alla sottoscrizione di due o tre fondi, per un impegno pari a 10/15 milioni di euro per ciascun fondo, ma prevedendo sottoscrizioni di quote unitariamente inferiori (sottoscrizione di 10 milioni di euro di un fondo A, attraverso 10 quote da un milione di euro ciascuna). Questo faciliterebbe la negoziabilità sul mercato italiano.

**3) Dovrebbero essere risolte le incongruità tra la disciplina PIR e la normativa di settore in ambito assicurativo in tema di vincoli agli investimenti illiquidi nonché in tema di valorizzazione periodica della quota.**

Come detto, per effetto dei nuovi vincoli, la quota di investimenti qualificati che caratterizza il PIR dovrà prevedere almeno il 10% degli investimenti qualificati impiegati nelle nuove categorie di investimento. Si osserva che le regolamentazioni di settore prevedono limiti quantitativi per gli investimenti quali quelli delle nuove categorie in questione (in estrema sintesi, per i fondi d'investimento del settore finanziario il limite è il 10%, per i fondi del settore assicurativo il 10% in

---

<sup>6</sup> Articolo 2, n. 81), del REGOLAMENTO (UE) N. 651/2014.

titoli non quotati e il 5% in titoli “not rated”). Essendo i PIR commercializzati essenzialmente prodotti “aperti” che prevedono la liquidabilità dell’investimento, può quindi facilmente accadere che, in caso di richiesta di disinvestimento o riscatto da parte degli investitori, gli intermediari debbano procedere a riconoscere l’importo richiesto disinvestendo la componente liquidabile degli attivi sottostanti (non potendo disinvestire quella corrispondente alle nuove categorie di investimento, per definizione più illiquida). Per effetto del disinvestimento, oltre all’aumento ulteriore del grado di illiquidità dell’investimento residuo, la quota del fondo investita nelle nuove categorie d’investimento oltrepasserebbe il limite regolamentare, determinando una situazione non conforme alla normativa vigente (che per il settore assicurativo, peraltro, esclude attualmente che vi possa essere un fondo “PIR compliant”, dal momento che il limite massimo, da regolamentazione di settore, investibile nelle nuove categorie è del 5%, a fronte dell’almeno 10% previsto dalle nuove norme sui PIR).

**Si ritiene necessario, per consentire l’operatività dei PIR in ambito assicurativo, che IVASS intervenga, anche mediante opportuni chiarimenti, per modificare la soglia del 5%.**

Ancora con riferimento alla normativa di settore, si rileva che sia nel settore finanziario che in quello assicurativo i fondi “PIR compliant” devono osservare una serie di requisiti, tra cui la valorizzazione periodica della quota, che appare non immediata da realizzare data la presenza delle nuove categorie di investimento. D’altra parte, occorre anche rilevare che, da confronti avuti con banche depositarie, emerge che le stesse sono in grado di restituire un valore settimanale della quota (c.d. soft NAV) che viene aggiornato a livello semestrale. Occorre approfondire la questione con gli operatori e con le Autorità di vigilanza al fine di superare le criticità.

**4) Dovrebbe essere stabilito il termine di verifica del rispetto del requisito di investimento del 3,5% in fondi di venture capital.**

Ai fini della verifica del rispetto del requisito di investimento del 3,5% in quote o azioni di fondi di venture capital e il collegato problema dell’eventuale riscatto delle posizioni da parte del cliente, si propone di stabilire che **il vincolo sia soddisfatto al momento dell’investimento (ovvero della sottoscrizione nel fondo target)**. Ciò consente di avere maggiore flessibilità sia in caso negativo, cioè nell’ipotesi, peraltro remota, di un elevato numero di posizioni da liquidare, sia in caso positivo, cioè di sovra performance in cui cresce il valore del fondo target.

Si precisa che tale clausola debba valere con riferimento alle esposizioni in asset illiquidi relativi al vincolo previsto dalla legge di bilancio (quindi esclusivamente per i fondi di venture capital). Eventuali ulteriori esposizioni del fondo PIR in altri asset illiquidi che potrebbero fare variare la soglia di riferimento non potranno avvalersi della flessibilità di cui sopra, in quanto non rispondono alla ratio della norma (fare affluire capitali alle PMI tramite i fondi di venture capital).

Riguardo a questo punto, si propone una formulazione per la stesura del decreto attuativo:

*“Agli effetti dell’applicazione dell’art. 1, comma 212 della legge 30 dicembre 2018, n. 145, i prescritti obblighi di investimento in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell’articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati Membri dell’Unione europea o in Stati aderenti all’Accordo sullo Spazio Economico Europeo, si intendono soddisfatti per effetto degli impegni di versamento assunti con la sottoscrizione di quote o azioni di Fondi di Venture Capital nella misura ivi stabilita.*

Nota:

*L'art. 1, comma 212 della L. 145/2018 stabilisce che una quota pari al 3,5% del valore complessivo del PIR sia investita in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato, in Stati Membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo. Con la disposizione sopra proposta, si intende chiarire che, ai fini della verifica circa il rispetto del citato requisito, occorre avere riguardo al capitale sottoscritto e impegnato dall'investitore, e non a quello effettivamente versato che potrà essere conosciuto solo al termine del periodo di richiamo".*

- 5) Si segnala altresì una **potenziale criticità** in caso di richiesta di una **dichiarazione** da parte della PMI beneficiaria che attesti di non aver ricevuto un ammontare complessivo di risorse finanziarie a titolo di qualsiasi misura di aiuto per il finanziamento del rischio superiore a 15 milioni di euro finanziamenti. In primo luogo, si osserva che non è del tutto chiaro stabilire come le risorse affluite all'azienda debbano essere misurate, soprattutto con riferimento a risorse già affluite in passato o ancora in corso di erogazione. In secondo luogo, la PMI può non avere questa informazione o avere difficoltà a reperirla, quando la parte dell'aiuto riguardi strumenti quotati sui sistemi multilaterali di negoziazione (si immagini ad esempio il caso di strumenti quotati su AIM, come farebbe la PMI a seguire le azioni nei passaggi tra soggetti diversi e sapere se questi ultimi sono "PIR" o "NON PIR"?). Si segnala inoltre che nel caso di abusi nell'autocertificazione si verificherebbero conseguenti rischi in termini di mancato riconoscimento ex post della qualifica di PIR, e quindi di beneficio fiscale, in capo all'investitore. Occorre evitare potenziali rischi in questo senso.

## Conclusioni

Riteniamo pertanto che:

- a) l'intento di incentivare l'afflusso di risorse "Pir" a ulteriori categorie di piccole e medie imprese sia condivisibile;
- b) sin da subito sia possibile prevedere misure che consentano di individuare un campo di applicazione coerente con gli obiettivi della norma, sia in sede di emanazione del decreto attuativo che attraverso chiarimenti delle autorità o ancora attraverso integrazioni alle disposizioni operative di uno o più fondi dei fondi. In particolare, è necessario:
  - b1) evitare restrizioni ulteriori al perimetro di applicazione della norma, sia con riferimento agli strumenti finanziari ammissibili, sia con riferimento alle tipologie di piattaforme multilaterali di negoziazione ammesse (stante la problematica che AIM sia in grado da solo di assorbire la quota del 3,5%);
  - b2) favorire la liquidabilità delle quote o azioni di fondi di venture capital;
  - b3) risolvere le incongruità tra la disciplina PIR e la normativa di settore in ambito assicurativo in tema di vincoli agli investimenti illiquidi nonché in tema di valorizzazione periodica della quota.
- c) potrebbero essere introdotte alcune modifiche di normativa primaria, in particolare considerare il limite del 7% da destinare al VC e alle piattaforme multilaterali di negoziazione come "basket" complessivo nel quale far confluire le due destinazioni al momento previste.