

Camera dei Deputati

VI Commissione Permanente (Finanze)

Risoluzione Zanicelli n. 7-00748 recante iniziative volte a tutelare il risparmio privato e a favorire il suo impiego nell'economia reale

Memoria della Banca d'Italia

25 gennaio 2022

1. Introduzione

Il risparmio delle famiglie è una risorsa fondamentale per il finanziamento delle attività produttive del Paese e, in questa fase storica, per il sostegno agli investimenti necessari alle transizioni ecologica e digitale. Gran parte di esso viene allocato dagli intermediari bancari. La riduzione della dipendenza delle imprese dal credito bancario e la diversificazione delle loro fonti di finanziamento sono obiettivi importanti, sottolineati a livello europeo anche nell'ambito della *Capital Market Union*¹. Per raggiungere questi obiettivi i risparmi delle famiglie possono essere direttamente impiegati in strumenti finanziari emessi dalle imprese oppure possono essere dati in gestione a investitori istituzionali (fondi comuni, fondi pensione, assicurazioni) che a loro volta finanziano le imprese.

I temi toccati nella Risoluzione n. 7-00748 sono ampi e variegati. Questa memoria si concentra sulle condizioni che possono facilitare l'utilizzo dei risparmi delle famiglie per il finanziamento delle imprese italiane. In particolare, si ricordano due aspetti noti. Da un lato, la struttura dimensionale di queste ultime e alcune caratteristiche del sistema produttivo nazionale ne limitano la capacità di attrarre investimenti, nazionali ed esteri (paragrafo 2). Dall'altro, pur essendo la composizione del portafoglio finanziario delle famiglie italiane simile a quella osservata in media negli altri paesi europei, l'afflusso del risparmio gestito dagli investitori istituzionali verso il tessuto produttivo nazionale è più contenuto (paragrafo 3). Già negli anni scorsi molteplici misure legislative hanno contribuito a orientare gli investimenti delle famiglie e degli investitori istituzionali verso il finanziamento delle imprese; sono comunque possibili ulteriori interventi sia sul lato dell'offerta sia su quello della domanda di strumenti finanziari emessi dalle aziende (paragrafo 4).

La memoria non affronta altri punti citati nella risoluzione, quali l'adozione di iniziative per il mercato dei *social bond* e l'introduzione di nuove tipologie di titoli di Stato; svolge invece, nell'ultimo paragrafo, alcune riflessioni di carattere generale sul tema della costituzione in Italia di un Fondo sovrano.

Al di là dei temi affrontati nella memoria, è importante sottolineare che la stabilità, la trasparenza e la coerenza del quadro normativo e fiscale dovrebbero essere criteri ispiratori di qualunque intervento si intenda adottare: contenendo l'incertezza normativa e fiscale, infatti, si limiterebbero gli effetti negativi che questa comporta sulle scelte di investimento operate dalle famiglie e su quelle di

¹ [Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19](#), testimonianza del Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia A. De Vincenzo, 6° Commissione permanente (Finanze), Camera dei deputati, Roma, 18 marzo 2021.

finanziamento adottate dalle imprese²; preservando semplicità e organicità dell'insieme delle norme se ne accrescerebbe inoltre l'efficacia.

La stratificazione delle norme e degli interventi adottati negli ultimi anni (i principali sono riepilogati nella tavola acclusa in Appendice), infatti, richiederebbe in primo luogo un processo di razionalizzazione³. Oltre a un'analisi dell'impatto delle agevolazioni fin qui adottate, sarebbe opportuno identificare in modo chiaro e univoco soggetti e operazioni meritevoli di sostegno, nonché gli strumenti utilizzabili a tal fine. Norme caratterizzate da maggiore generalità della casistica, nonché meglio coordinate e orientate, possono aumentare significativamente la trasparenza e l'interesse degli investitori, consentendo per questa via un uso più efficiente delle risorse pubbliche destinate agli incentivi e giustificandone la permanenza.

Anche nella prospettiva di interventi di riforma fiscale più generali, andrebbero poi tenute in considerazione le loro possibili ripercussioni sullo sviluppo dei mercati finanziari, valutandone gli effetti sul costo del capitale delle imprese, sul grado di asimmetria tra debito e mezzi propri, sulle aliquote effettive di tassazione dei diversi strumenti finanziari per i risparmiatori; in quest'ottica, specifica attenzione dovrebbe essere prestata al coordinamento tra le varie forme di prelievo⁴.

Più in generale, è auspicabile che gli interventi legislativi operino un bilanciamento tra gli obiettivi di politica economica che si intende perseguire e la tutela del risparmio. I benefici attesi in termini di ampliamento delle fonti di finanziamento a disposizione delle imprese dovrebbero essere costantemente valutati alla luce dei maggiori rischi cui le famiglie vengono potenzialmente esposte a seguito di investimenti a medio-lungo termine in strumenti relativamente rischiosi o illiquidi.

2. La struttura dimensionale delle imprese italiane e i suoi effetti sulla capacità di attrarre investimenti

L'economia italiana si caratterizza per l'alto numero di imprese molto piccole e la scarsa presenza di imprese grandi. Alla fine del 2019 le imprese con meno di 10 addetti erano il 97 per cento del totale in Italia, a fronte dell'83 per cento in Germania; le imprese con più di 250 addetti, che tipicamente accedono ai mercati finanziari, erano, rispettivamente, lo 0,10 e lo 0,45 per cento del totale. In termini

² [La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive](#), Intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Baffi Carefin Bocconi – Equita, Sesta conferenza “The Italian Corporate Bond Market: What’s Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?”, Milano, 13 febbraio 2019.

³ Si vedano, a titolo di esempio, le diverse normative applicabili ai PIR a seconda dell'anno di costituzione dei piani (cfr. infra).

⁴ [Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla Riforma dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e altri aspetti del sistema tributario](#), Testimonianza di G. Ricotti, Capo del Servizio Assistenza e consulenza fiscale della Banca d'Italia, Commissioni riunite VI della Camera dei Deputati (Finanze) e 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), Roma, 11 gennaio 2021.

assoluti, in Italia queste ultime imprese erano circa 3.600, 8.000 meno che in Germania (sebbene in Italia siano attive oltre 1 milione di imprese in più rispetto alla Germania). Non si tratta di un fenomeno recente, ma di una caratteristica strutturale dell'economia italiana; vi contribuiscono la specializzazione settoriale, sbilanciata verso comparti che per caratteristiche tecnologiche si caratterizzano per una dimensione media di impresa più piccola, e un contesto complessivamente sfavorevole alla crescita dell'attività imprenditoriale, per via di servizi pubblici e infrastrutture inadeguate, di lentezze e inefficienze nell'amministrazione della giustizia, di risorse insufficienti nella ricerca, di carenze nell'istruzione e nella formazione e, spesso, della preferenza di una parte degli stessi imprenditori.

La dimensione delle imprese, a sua volta, è una delle principali determinanti della loro struttura finanziaria e delle fonti di finanziamento cui fanno ricorso. In particolare, la capacità delle piccole imprese di attrarre investimenti da parte di investitori istituzionali e intermediari specializzati è frenata in Italia da fattori sia di offerta sia di domanda di strumenti finanziari.

Dal lato dell'offerta, le imprese di piccola dimensione generalmente non collocano titoli sul mercato, sia a causa del peso dei costi fissi di emissione e di *compliance* sia a seguito di scelte imprenditoriali volte a mantenere il controllo (e non di rado anche la stessa gestione) presso gli azionisti esistenti e a limitare la divulgazione a terzi di informazioni sull'attività dell'impresa. Peraltro anche imprese che avrebbero le caratteristiche necessarie per emettere titoli sui mercati, inclusa la dimensione, tendono a non farlo⁵. Vi è quindi un limitato ammontare di titoli azionari o obbligazionari emessi da imprese italiane in cui gli investitori istituzionali o gli intermediari specializzati potrebbero utilmente investire.

Dal lato della domanda, risulta particolarmente difficile e costoso per un investitore reperire informazioni su imprese di piccola dimensione, che tendono quindi a ricorrere prevalentemente all'autofinanziamento o al credito bancario. I finanziamenti diretti di intermediari specializzati sono molto rari e tipicamente limitati ad alcune tipologie specifiche, quali i fondi chiusi di *venture capital* e *private equity*, il cui peso nell'economia italiana è molto contenuto e limitato anche nel confronto internazionale (cfr. paragrafo 3). In prospettiva, le nuove tecnologie basate sull'utilizzo di grandi basi dati potranno contribuire a ridurre i costi di valutazione della qualità dei potenziali debitori e di controllo del loro comportamento.

⁵ G. Buscemi, S. Narizzano, F. Savino e G. Viggiano, [*L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane*](#), Banca d'Italia, Note Covid-19, 2021.

3. Il risparmio delle famiglie e gli strumenti finanziari per le PMI

Tra la fine del 2019 e la metà dello scorso anno (ultima data disponibile per il confronto internazionale) il valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane è cresciuto di circa 280 miliardi, di cui quasi la metà è riconducibile all'aumento dei depositi e del circolante. In seguito allo scoppio della pandemia, la forte incertezza sulle prospettive economiche e le restrizioni alla mobilità hanno spinto le famiglie in condizioni di farlo a ridurre i consumi e aumentare il risparmio precauzionale. La quota dei depositi e del circolante è salita a circa un terzo del totale delle attività finanziarie delle famiglie, un valore peraltro in linea con la media europea.

Come negli altri principali paesi, in Italia l'afflusso del risparmio privato verso l'economia reale avviene prevalentemente attraverso intermediari specializzati nella sua gestione, che sono i soggetti più adatti a investire in strumenti finanziari emessi dalle imprese, soprattutto se di piccola e media dimensione. Ai fini della tutela del risparmio, questo canale indiretto è preferibile all'investimento diretto, poiché gli investitori istituzionali usano metodi professionali di selezione e valutazione delle imprese beneficiarie dei finanziamenti e permettono di conseguire un'ampia diversificazione dei rischi.

L'ammontare delle risorse affidate dalle famiglie italiane agli investitori istituzionali è aumentato negli ultimi anni. Tra dicembre 2015 e giugno 2021 sono cresciuti gli investimenti in polizze assicurative (dal 15 al 18 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie; figura 1) e quelli in quote di fondi comuni (dal 13 al 15 per cento); è rimasta invece sostanzialmente stabile, su valori contenuti, la quota investita in fondi pensione (circa il 3 per cento). Tra gli investimenti diretti delle famiglie nelle passività delle imprese, quelli che riguardano titoli azionari quotati e obbligazioni societarie sono rimasti limitati, al 2,5 per cento della ricchezza finanziaria, circa la metà di quanto si osserva nella media dell'area dell'euro. Gli investimenti in partecipazioni, tipicamente concentrati in imprese piccole e non quotate, sono diminuiti, ma continuano a rappresentare circa un quinto delle attività finanziarie delle famiglie; ciò riflette anche l'alta percentuale di imprese di proprietà familiare che caratterizza il nostro paese.

La quota del risparmio gestito in Italia è ormai di poco inferiore alla media dell'area dell'euro (36 per cento del complesso delle attività finanziarie delle famiglie, a fronte del 40). In particolare, nel confronto con i principali paesi europei, le famiglie italiane detengono una quota maggiore di risorse gestite dai fondi comuni; l'incidenza delle polizze assicurative è invece leggermente inferiore, mentre gli investimenti in previdenza complementare rimangono su valori molto contenuti nel confronto europeo (figura 2).

Le forme pensionistiche complementari italiane (fondi pensione e piani individuali pensionistici, PIP) sono caratterizzate da una dimensione media ridotta e da un elevato grado di frammentazione rispetto ai fondi pensione degli altri principali paesi europei. La previdenza complementare è poco sviluppata in Italia sia per la presenza di un pilastro previdenziale obbligatorio rilevante sia a causa di tassi di adesione contenuti.

Quest'ultimo fattore riflette soprattutto la difficoltà di alcuni soggetti, tra cui i giovani e i lavoratori autonomi, ad accantonare risorse per la previdenza a seguito di una condizione lavorativa poco stabile⁶.

Nonostante che la quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane affidate a investitori istituzionali sia prossima a quella riscontrabile in media nell'area dell'euro, l'afflusso del risparmio verso il tessuto produttivo nazionale è contenuto rispetto agli altri principali paesi. Solo una piccola parte degli investimenti dei fondi comuni italiani ed esteri in cui investono le famiglie, infatti, finanzia imprese residenti: a settembre scorso le azioni e le obbligazioni nazionali rappresentavano il 5 per cento delle attività dei fondi, a fronte del 34 in Francia e del 13 in Germania. Inoltre, le assicurazioni e i fondi pensione italiani investono prevalentemente in titoli di Stato o in strumenti molto liquidi e a elevato merito creditizio; gli investimenti nell'economia reale di entrambe le categorie di intermediari sono inferiori alla media europea⁷. Ciò è dovuto al minore sviluppo dei mercati finanziari in Italia, cui si associa una scarsa propensione degli intermediari nazionali a investire in attività non quotate e relativamente rischiose.

Negli ultimi anni, molteplici interventi legislativi hanno già contribuito a orientare maggiormente gli investimenti delle famiglie e degli investitori istituzionali verso il finanziamento dell'attività produttiva nazionale. Il riferimento è, in particolare, ai piani individuali di risparmio (PIR), alle agevolazioni per gli investimenti nell'economia reale delle casse previdenziali e dei fondi pensione, a quelle per gli investimenti in PMI e start-up innovative, a interventi sui minibond.

Piani individuali di risparmio (PIR). La costituzione dei fondi conformi alla normativa sui PIR ha favorito gli investimenti in imprese italiane. Per tali fondi è prevista la completa esenzione fiscale sui rendimenti derivanti dall'investimento, purché almeno il 70 per cento delle somme sia destinato a sottoscrivere titoli emessi da società che svolgono attività d'impresa in Italia e l'investimento non venga smobilizzato per almeno cinque anni⁸. Secondo dati forniti da Assogestioni, a giugno del 2021 il patrimonio dei 68 fondi aperti conformi alla normativa sui PIR era di circa 20 miliardi, con un investimento medio di circa 16.000 euro da parte dei sottoscrittori⁹. Circa l'80 per cento delle risorse era investito in titoli di società che svolgono attività d'impresa in Italia. Gli investimenti dei fondi PIR hanno avuto un impatto significativo sui segmenti di mercato riservati alle imprese a minore capitalizzazione: a giugno scorso rappresentavano circa il 9 per cento del flottante dei segmenti Euronext Growth Milan (già AIM) e Small Cap di Borsa Italiana e il 10 per cento del segmento Mid Cap. I fondi conformi alla normativa sui PIR, essendo costituiti in forma aperta, non sono adatti a investire in modo preponderante in PMI: nonostante un maggiore orientamento verso le imprese italiane i cui titoli non

⁶ Cfr. COVIP, *Considerazioni del Presidente – Relazione per l'anno 2020*, 2021.

⁷ Cfr. Banca d'Italia, [Rapporto sulla stabilità finanziaria](#), aprile 2021; COVIP, *Relazione per l'anno 2020*, 2021; OCSE, *Annual survey of large pension funds and public pension reserve funds. Report on pension funds' long-term investments*, 2020.

⁸ In particolare, di questo 70 per cento, il 25 per cento deve essere investito in titoli che non fanno parte dell'indice principale di Borsa Italiana, il FTSE MIB, e il 5 per cento in società non incluse né nell'indice FTSE MIB né nel FTSE Mid Cap.

⁹ L'investimento medio dei sottoscrittori è circa la metà dell'investimento massimo previsto fino alla fine del 2021, pari a 30.000 euro l'anno (fino a 150.000 complessivamente). Nella legge di bilancio per il 2022 il limite è stato aumentato a 40.000 euro l'anno (fino a 200.000 complessivamente).

sono inclusi nei principali indici di mercato, infatti, tali fondi investono prevalentemente in società quotate di media o grande capitalizzazione.

PIR alternativi. Per favorire gli investimenti in piccole e medie imprese, anche non quotate, i benefici dei PIR sono stati estesi a una nuova tipologia di piani di risparmio (cd. PIR alternativi o PIR-PMI)¹⁰. La legge di bilancio per il 2021, inoltre, ha riconosciuto agli investitori persone fisiche un credito d'imposta pari alle minusvalenze realizzate sugli investimenti in PIR alternativi effettuati entro il 31 dicembre 2021, a condizione che gli stessi siano detenuti per almeno cinque anni nel piano¹¹. I PIR alternativi si prestano a essere costituiti come fondi chiusi, più adeguati a gestire investimenti in attività illiquide; essi si rivolgono inoltre a investitori con una capacità patrimoniale relativamente elevata e con conoscenze finanziarie adeguate alla selezione di investimenti rischiosi. Secondo dati forniti da Assogestioni, a giugno 2021 i fondi conformi con la normativa sui PIR alternativi erano nove, con un patrimonio pari a 684 milioni, raccolto per quasi due terzi nei primi due trimestri dello scorso anno.

Agevolazioni per gli investimenti delle casse previdenziali e dei fondi pensione nell'economia reale. Dal 2017 i fondi pensione e le casse previdenziali hanno la possibilità di usufruire dell'esenzione da imposta sui redditi derivanti dagli investimenti in imprese operanti in Italia, in PIR o in fondi di venture capital¹². L'investimento massimo che può usufruire dell'agevolazione è pari al 10 per cento (5 per cento fino al 2018) dell'attivo patrimoniale del fondo pensione o della cassa di previdenza e deve essere mantenuto per almeno 5 anni. Nonostante l'introduzione di queste agevolazioni fiscali, gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane da parte delle forme pensionistiche complementari si sono mantenuti su percentuali modeste rispetto al patrimonio¹³.

Agevolazioni per gli investimenti in PMI e start-up innovative. L'offerta di capitale di rischio a imprese di nuova costituzione e ad alto contenuto innovativo è stata incoraggiata attraverso l'introduzione di incentivi fiscali per gli investitori¹⁴. Da ultimo, il DL Rilancio del 2020 (DL 34/2020) ha previsto una detrazione fiscale pari al 50 per cento per le persone fisiche che investono (direttamente o per il tramite di OICR) nel capitale di start-up e PMI innovative. L'investimento massimo che può usufruire dell'agevolazione – a condizione che sia mantenuto per almeno tre anni – ammonta a 100.000 euro per investimenti in start-up e a 300.000 per investimenti in PMI¹⁵. Un'ulteriore iniziativa pubblica a sostegno delle imprese giovani e con elevate prospettive di crescita è stata l'istituzione del Fondo Nazionale Innovazione, attivo come anchor investor nel comparto del venture capital.

¹⁰ Con il DL Rilancio del 2020 (DL 34/2020) l'esenzione fiscale dei rendimenti è stata estesa ai piani che investono almeno il 70 per cento del valore complessivo degli attivi in strumenti finanziari, anche non quotati, emessi da società italiane non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa italiana o in indici equivalenti. Il limite di investimento è pari a 300.000 euro l'anno (fino a 1,5 milioni complessivamente).

¹¹ L'agevolazione è stata prorogata dalla legge di bilancio sul 2022 per tutti gli investimenti effettuati nel 2022, riducendone però la portata (dal 20 al 10 per cento delle somme investite). Un'altra disposizione ha previsto, al fine di incentivare l'utilizzo di queste forme di investimento, la cancellazione del vincolo di detenzione di un solo PIR alternativo per le persone fisiche e del divieto di cointestazione.

¹² In particolare, una disposizione introdotta dalla legge di bilancio 2017, più volte modificata (con il DL 50/2017 e con le leggi di bilancio per il 2018 e il 2019), ha previsto l'esenzione ai fini dell'imposta sul reddito delle casse e dell'imposta annuale sul risultato di gestione dei fondi dei proventi generati dagli investimenti in imprese residenti in Italia (o in UE o nello SEE, ma con stabile organizzazione in Italia), in fondi che investono prevalentemente in tali imprese, in PIR o in fondi di *venture capital*. Gli investimenti possono anche riguardare quote di prestiti e di fondi di crediti cartolarizzati erogati alle stesse imprese od originati per il tramite di piattaforme di *peer-to-peer lending* rivolte a finanziatori non professionali.

¹³ COVIP, *Relazione per l'anno 2020, 2021*.

¹⁴ Dal 2013 è riconosciuta un'agevolazione alle persone fisiche e alle società che investono in start-up innovative (dal 2015 il beneficio è esteso anche agli investimenti in PMI innovative). L'agevolazione si sostanzia nel riconoscimento di una detrazione (per le persone fisiche) e di una deduzione (per le società) attualmente pari al 30 per cento dei conferimenti effettuati (per un importo non superiore a un 1 milione di euro per le persone fisiche e a 1,8 milioni per le società). L'investimento va mantenuto per almeno 3 anni.

¹⁵ Solo per gli investimenti effettuati in PMI l'agevolazione è cumulabile alla precedente introdotta nel 2015. Al ricorrere dei presupposti normativi, entrambe le agevolazioni sono cumulabili, secondo quanto recentemente chiarito dall'amministrazione finanziaria, con il regime di esenzione previsto per gli investimenti effettuati nell'ambito dei PIR.

***Minibond.** A partire dal 2012 sono stati rimossi alcuni svantaggi fiscali che frenavano la sottoscrizione delle obbligazioni emesse da società non quotate (cd. minibond) negoziate su mercati regolamentati o sottoscritte da investitori qualificati¹⁶. La modifica ha consentito di escludere dal prelievo alla fonte, tra gli altri, i proventi dei titoli sottoscritti da imprese e investitori istituzionali italiani o esteri¹⁷.*

La diffusione delle tecnologie digitali nel settore finanziario – attraverso l’operatività delle piattaforme che sfruttano il canale online – sta inoltre ampliando il novero di opzioni di investimento, ad esempio attraverso le piattaforme cosiddette di *crowdfunding*. Allo stesso tempo, è anche cresciuto l’interesse delle famiglie italiane per le tipologie di investimenti che rispettano criteri ambientali, sociali e di governance (*environmental, social and governance, ESG*), come i *green bond* e i fondi ESG.

***Crowdfunding.** Le piattaforme di crowdfunding consentono alle persone fisiche e agli investitori istituzionali di finanziare uno o più progetti imprenditoriali sottoscrivendo quote del capitale di rischio di una società (modello equity-based) o concedendo un prestito (modello lending-based). L’attività di queste piattaforme è cresciuta in modo significativo negli ultimi anni: secondo i dati del Cambridge Centre for Alternative Finance, in Italia le risorse mobilitate nel 2020 per il tramite di questi operatori sono ammontate a oltre un miliardo e mezzo di euro, un valore in linea con quelli di Francia (circa 1,4 miliardi) e Germania (1,3 miliardi)¹⁸.*

Lo sviluppo del comparto potrà essere influenzato anche dal nuovo regolamento (UE) n. 1503/2020, applicabile dal 10 novembre scorso, che introduce una disciplina armonizzata per la prestazione di servizi di crowdfunding a imprese e persone fisiche che agiscono a scopo professionale¹⁹. Le nuove regole intervengono in un ambito sin qui disciplinato da regimi nazionali specifici, che hanno impedito la prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding. Occorrerà ora far sì che la creazione di un quadro europeo armonizzato faciliti effettivamente la crescita del comparto, attraverso lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali e l’aumento delle campagne di raccolta fondi; le piattaforme potranno così operare in più paesi dell’UE e le PMI nazionali potranno ricevere sostegno finanziario anche da investitori di altri Stati membri.

***Green bond e fondi ESG.** La proposta di regolamento UE sulla definizione di uno standard volontario europeo per le obbligazioni verdi (cd. “European Green Bond Standard”) risponde all’esigenza di avere un quadro armonizzato di regole per le emissioni di tali titoli. Le caratteristiche dello standard mirano a superare alcune criticità nel mercato dei green bond, associate alla scarsa trasparenza e qualità delle informazioni sulle emissioni e alla limitata comparabilità dei titoli emessi, che ne frenano lo sviluppo. Esse inoltre mirano a tutelare il risparmio privato dai rischi che si manifestano quando gli emittenti comunicano in modo ingannevole la presunta sostenibilità delle proprie strategie (cd. Greenwashing).*

Ci si attende che lo standard europeo di green bond possa fungere da stimolo nei mercati finanziari, canalizzando il risparmio privato verso attività e progetti allineati agli obiettivi climatici dell’Unione. I green

¹⁶ In particolare, il regime fiscale degli interessi è stato equiparato a quello dei titoli delle società quotate e delle banche, che prevede, in luogo della ritenuta applicata a cura dell’emittente nei confronti di tutti i sottoscrittori, l’applicazione dell’imposta sostitutiva di cui al D.lgs. 239/96 nei confronti delle sole persone fisiche non imprenditori (cd. soggetti “nettisti”).

¹⁷ Per le società non quotate sono stati anche rimossi i limiti alla deducibilità degli interessi che di fatto rendevano meno appetibile l’emissione di obbligazioni. A tal fine si richiede che la società emittente non quotata non rientri tra le c.d. “micro-imprese” e che i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati.

¹⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance, *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2021.

¹⁹ Sono esclusi i servizi di *crowdfunding* in favore dei consumatori, per i quali non è al momento previsto un vero e proprio regime di vigilanza; sono tuttavia in corso riflessioni per introdurre una disciplina a tutela dei prenditori di fondi e degli investitori che operano attraverso tali portali nel contesto della revisione della *Consumer Credit Directive* attualmente in corso.

bond possono inoltre svolgere un ruolo importante nelle strategie di rilancio del tessuto produttivo in un'ottica sostenibile, aiutando le imprese a finanziare la transizione ecologica. Nel corso del 2022 i lavori in sede UE proseguiranno per migliorare la fruibilità dello standard e assicurare un giusto equilibrio tra le esigenze di flessibilità da un lato e quelle di affidabilità dall'altro. Lo standard europeo sui green bond determina infatti maggiori sforzi per l'emittente in termini di rendicontazione e revisione esterna, che comportano, specie per le piccole e medie imprese, aggravii amministrativi e di costo.

In Italia a settembre scorso il 27 per cento delle quote di fondi comuni detenute dalle famiglie era costituito da fondi ESG. Nostre analisi mostrano che l'esposizione dei fondi ESG detenuti dai risparmiatori italiani verso i titoli emessi da imprese residenti è tuttavia inferiore a quella dei fondi non ESG, presumibilmente a causa della limitata offerta di strumenti finanziari che rispettano i requisiti di sostenibilità da parte delle imprese italiane²⁰. Le consistenze di obbligazioni ESG emesse da residenti privati, infatti, si attestano a meno del 4 per cento del totale dei titoli di debito emesso dal settore privato, con un numero di emittenti limitato a poco più di trenta imprese, prevalentemente dotate di rating²¹.

La crescita di questo mercato potrebbe essere favorita dalla costituzione di una piattaforma nazionale volta a promuovere la conoscenza degli strumenti di finanza sostenibile tra le imprese che vogliono farne uso, con l'obiettivo di far sì che la piazza finanziaria italiana diventi un centro di attrazione dei capitali per progetti sostenibili, analogamente alle esperienze di paesi come la Svizzera e i Paesi Bassi.

4. Ulteriori possibili interventi per agevolare l'afflusso del risparmio verso un'economia più competitiva e sostenibile

Sono possibili ulteriori interventi sia per ampliare le opportunità di investimento del risparmio delle famiglie sia per incentivare le imprese a offrire strumenti finanziari che possano utilmente essere inseriti nei portafogli degli investitori istituzionali.

Il ruolo dell'educazione finanziaria per creare investitori più attenti

L'evidenza empirica e la letteratura economica suggeriscono come l'educazione finanziaria, migliorando la conoscenza degli strumenti finanziari disponibili e diffondendo la consapevolezza dei rischi loro connessi, sia in grado di accrescere la capacità delle famiglie di investire in modo efficiente i propri risparmi e di favorire lo sviluppo del mercato degli strumenti finanziari per le imprese. L'educazione finanziaria, in particolare, può contribuire a indirizzare gli investimenti verso gli strumenti del risparmio gestito, in grado di garantire alle famiglie un'adeguata diversificazione dei rischi.

La Banca d'Italia è stata tra i pionieri dell'educazione finanziaria in Italia nei primi anni 2000. L'impegno in questo campo si è significativamente intensificato attraverso una molteplicità di progetti e iniziative per i giovani, gli adulti e più di recente gli imprenditori. Il portale dedicato "L'economia per tutti" offre informazioni sugli strumenti finanziari esistenti, utili anche a un pubblico

²⁰ Cfr. Banca d'Italia, [Relazione annuale – anno 2020](#), maggio 2021.

²¹ Cfr. D. Liberati, G. Marinelli, [Tutto quello che avreste voluto sapere sui green bond \(ma non avete mai osato chiedere\)](#), Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 654, 2021.

di principianti²². Dal 2017 l'Italia si è dotata di una Strategia nazionale di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale e di un Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (il "Comitato") incaricato di attuare la Strategia.

Nonostante negli anni siano aumentate le iniziative di educazione finanziaria da parte di soggetti pubblici e privati, il numero delle persone raggiunte continua a essere insoddisfacente e le competenze finanziarie degli italiani, sia pure in miglioramento, sono ancora inferiori a quelle osservate negli altri paesi²³. È quindi fondamentale potenziare le politiche pubbliche per l'educazione finanziaria, seguendo in particolare due direttrici: la scuola e il rafforzamento del Comitato. Nella scuola, l'economia non è un insegnamento obbligatorio. Vincoli culturali e la scarsa numerosità di docenti con conoscenze di economia frenano l'introduzione di contenuti economici: un investimento nella formazione degli insegnanti potrebbe favorire un inserimento di questi temi nelle materie curriculari²⁴. Riguardo al Comitato, il potenziamento delle risorse finanziarie a sua disposizione consentirebbe la realizzazione di ampie campagne di sensibilizzazione di massa²⁵.

Un maggiore investimento in educazione finanziaria dovrebbe essere finalizzato anche ad accrescere la consapevolezza dei risparmiatori circa la finanza sostenibile. Da un lato, si promuoverebbe l'importanza di tenere conto dei rischi climatici nelle decisioni di investimento, stimolando così l'allocazione del risparmio verso iniziative di finanza sostenibile. Dall'altro, si richiamerebbe la necessità di un'attenta valutazione della trasparenza e dell'autenticità dei profili di sostenibilità, così da evitare il rischio che siano considerate verdi attività che in realtà non lo sono.

²² L'offerta di educazione finanziaria della Banca d'Italia comprende una molteplicità di attività. Tra quelle rivolte ai giovani si ricordano: il Progetto di educazione finanziaria nelle scuole in collaborazione con il Ministero dell'istruzione ("[Tutti per uno, economia per tutti](#)"); la realizzazione di cineforum e giochi di educazione finanziaria anche digitali, le competizioni per le scuole (il premio "inventiamo una banconota" e "Generation Euro Students' Award"), la collaborazione con le Università. Numerosi sono anche le iniziative in favore degli adulti, che vengono raggiunti, oltre che attraverso il portale, anche con programmi per gruppi specifici: lavoratori dipendenti, artigiani e piccoli imprenditori (in collaborazione con le principali associazioni di categoria), adulti che frequentano specifiche scuole pubbliche (cosiddetti CPIA, ex scuole serali), le donne.

²³ Molte indagini mostrano come l'Italia si collochi agli ultimi posti nelle graduatorie internazionali sull'alfabetizzazione finanziaria della popolazione. Tuttavia alcune indagini più recenti hanno segnalato dei miglioramenti. Nell'indagine sull'alfabetizzazione degli adulti condotta nel 2020 dalla Banca d'Italia in ambito OCSE, ad esempio, che presenta un punteggio degli italiani pari a 11,2, su una scala da 0 a 21, è stato registrato un miglioramento nella componente delle conoscenze finanziarie rispetto all'indagine del 2017. Gli italiani, inoltre, sono consapevoli dei propri limiti: oltre il 50 per cento degli intervistati nel 2020 valuta il proprio livello di cultura finanziaria inferiore a quello medio, contro una media di circa il 20 per cento registrato nei paesi OCSE.

²⁴ Investire nella formazione degli insegnanti significa ad esempio prevedere l'insegnamento dei concetti di base dell'economia in tutti i corsi di laurea, a partire da quelli in scienze della formazione primaria (la laurea che abilita all'insegnamento delle scuole dell'infanzia e primarie), oppure incentivando maggiormente i docenti a intraprendere percorsi di formazione di economia e finanza da portare in classe con i propri studenti.

²⁵ Dalla sua costituzione nel 2017 il Comitato ha realizzato moltissime iniziative e sostenuto i progetti di educazione finanziaria esistenti con iniziative di divulgazione e comunicazione sia di tipo mirato sia generaliste. È importante ora rafforzare il Comitato anche sul piano finanziario, almeno per la realizzazione di campagne di informazione e sensibilizzazione di massa che consentano di raggiungere l'intero ventaglio di media disponibili (dai giornali, alla TV, ai social media) e di prodotti multimediali accattivanti e di qualità.

L'importanza degli investitori istituzionali per stimolare la domanda di strumenti finanziari

Dati i bassi investimenti diretti degli intermediari più “tradizionali”, soprattutto assicurazioni e fondi pensione, un aumento della domanda di strumenti finanziari potrebbe essere ottenuto favorendo gli investimenti indiretti per il tramite di altri intermediari finanziari, quali i fondi chiusi specializzati nella valutazione e nella selezione dei progetti più complessi (incluse le ristrutturazioni aziendali).

I fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi mobiliari – quali i fondi di *venture capital* e di *private equity* – possono consentire di attenuare i rischi derivanti dall’investimento in attività illiquide (come i titoli non quotati) per effetto dell’orizzonte temporale di medio termine con cui il gestore opera; anch’essi, peraltro, sono soggetti a specifici vincoli prudenziali riguardanti il frazionamento del rischio e i limiti all’indebitamento. Il patrimonio gestito da questa tipologia di fondi, seppure in crescita negli ultimi anni, rimane tuttavia limitato nel confronto con i principali paesi europei.

Secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, nel 2020 le risorse mobilizzate da fondi di venture capital (VC) e di private equity (PE) in Italia ammontavano a circa 3,5 miliardi; di questi solo poco più di 300 milioni sono stati destinati al finanziamento di imprese nelle fasi iniziali di vita. Sebbene in crescita negli ultimi anni, gli investimenti nei comparti del VC e PE in Italia rappresentano lo 0,2 per cento del PIL, rispetto allo 0,8 in Francia e all’1,4 nel Regno Unito.

Alla crescita di questo comparto negli scorsi anni hanno contribuito le iniziative del Fondo Italiano di Investimento e, più di recente, del Fondo Nazionale di Innovazione. Attraverso la partecipazione della Cassa Depositi e Prestiti, essi hanno investito in fondi chiusi, nuovi ed esistenti, favorendo l’afflusso di capitale privato verso realtà imprenditoriali giovani e con ampie prospettive di crescita. L’investimento di risorse pubbliche per favorire lo sviluppo di un mercato dei capitali privato è una politica ampiamente usata anche in altri paesi, sebbene rifletta assetti istituzionali e di vigilanza in parte diversi da quello italiano.

Una recente iniziativa del Fondo Italiano di Investimento si pone lo scopo di favorire l’afflusso di una parte delle risorse gestite dai fondi pensione verso l’economia reale. Il progetto prevede la creazione di una piattaforma di fondi di fondi (attivi sul mercato italiano del private equity e del private debt) in cui questi investitori istituzionali possano impiegare parte delle proprie risorse per finanziare il tessuto produttivo italiano.

Alcune recenti proposte hanno l’obiettivo di favorire lo sviluppo del comparto dei fondi chiusi prevedendo minori vincoli per i risparmiatori individuali interessati all’investimento in FIA. Eventuali riforme dovranno garantire un adeguato bilanciamento tra il profilo di rischiosità dei fondi e le esigenze di tutela degli investitori, soprattutto non professionali.

Una proposta del Ministero dell'Economia e delle Finanze prevede di ridurre le soglie di accesso ai FIA riservati agli investitori non professionali²⁶. La riforma permetterebbe di estendere la possibilità di investire nei FIA riservati a un numero più ampio di risparmiatori, introducendo comunque condizioni volte a tutelare gli investitori non professionali. Anche alcune iniziative a livello europeo nell'ambito del piano d'azione per realizzare l'Unione dei mercati di capitali potrebbero favorire lo sviluppo del comparto. In particolare, la proposta per la revisione del regolamento sui fondi d'investimento europei a lungo termine (European Long Term Investments Funds, ELTIF) potrebbe aumentarne l'appetibilità per gli investitori, anche non professionali.

Negli ultimi anni, con il recepimento della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFM) e l'introduzione di un regime semplificato per gli intermediari italiani al di sotto di una certa soglia²⁷, si è già verificata una significativa espansione del numero di FIA caratterizzati da un contenuto ammontare medio di risorse gestite e riservati a investitori professionali. L'ulteriore ingresso di nuovi operatori e l'eventuale incremento della partecipazione degli investitori non professionali potrebbero richiedere un rafforzamento dell'attività di vigilanza e dei presidi a tutela del risparmio.

L'offerta di strumenti finanziari

La scarsa propensione delle imprese italiane a offrire strumenti liquidi e negoziabili non limita solo la possibilità che il risparmio privato possa ulteriormente contribuire al finanziamento dell'economia reale, ma ostacola anche le possibilità di attrarre investimenti dall'estero, beneficiando degli sviluppi attesi sul fronte della creazione di un mercato unico dei capitali nell'Unione europea²⁸.

Nell'ultimo decennio le imprese italiane hanno accresciuto la diversificazione delle proprie fonti di finanziamento, ma il ricorso al mercato dei capitali resta basso nel confronto internazionale.

In rapporto al PIL, la quota di obbligazioni emesse dalle aziende italiane era pari al 9,7 per cento a giugno del 2021 (a fronte di una media del 14,9 per l'area dell'euro). Nonostante l'andamento favorevole delle quotazioni in borsa osservato negli ultimi anni, persiste un ampio divario tra la dimensione del mercato italiano e quella dei mercati dei principali paesi europei²⁹.

²⁶ La proposta prevede di ridurre la soglia di investimento minimo dei FIA riservati per gli investitori *retail* da 500.000 a 100.000 euro. Inoltre è previsto l'obbligo di sottoscrizione dei fondi riservati agli investitori professionali solo nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, di consulenza o di gestione di portafogli. Nell'ambito del servizio di consulenza, la proposta introduce anche un limite di concentrazione (pari al 10 per cento del patrimonio finanziario complessivo dell'investitore) per gli investimenti in FIA riservati.

²⁷ I gestori a cui si applica un regime semplificato sono quelli che – ai sensi dell'art. 35-undecies del TUF – gestiscono OICR il cui valore totale dei beni non supera 100 milioni di euro, ovvero 500 milioni se gli OICR gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale (c.d. gestori "sotto soglia").

²⁸ Nella direzione di favorire l'afflusso di capitale di rischio alle imprese da parte di investitori esteri, le modifiche introdotte con la legge di bilancio 2021 hanno esteso il regime di esenzione da prelievo in Italia ai dividendi e alle plusvalenze conseguiti in relazione all'investimento nel capitale di rischio di società italiane da fondi istituiti in paesi dell'Unione europea e dello Spazio economico europeo (UE/SEE), subordinatamente al rispetto di date condizioni.

²⁹ P. Finaldi Russo, F. Parlapiano, D. Pianeselli e I. Supino, [*La quotazione in borsa delle imprese: quali novità? Un confronto tra Italia e altri paesi europei*](#), Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 555, 2019.

Negli anni scorsi l'emissione di capitale di rischio da parte delle imprese è stata incentivata con una sostanziale riduzione del costo del capitale per gli investimenti finanziati con mezzi propri, avvenuta grazie all'introduzione dell'Aiuto alla Crescita Economica (ACE) nel 2011³⁰. La misura si è rivelata efficace: le società non finanziarie italiane hanno rafforzato la loro base patrimoniale, registrando un calo del prelievo fiscale e una riduzione del loro grado di indebitamento. Potrebbe essere rafforzata per le PMI, caratterizzate strutturalmente da un costo del debito più elevato, ad esempio attraverso un aumento del tasso di rendimento nozionale rispetto a quello base³¹. L'incentivo ACE potrebbe inoltre essere utilizzato nell'immediato anche per migliorare le condizioni di liquidità delle imprese, ampliando le possibilità di trasformazione in credito d'imposta delle eventuali eccedenze³², in linea con quanto è già stato fatto per stimolare i processi di aggregazione tra le imprese nel 2021 e nel primo semestre del 2022.

Il finanziamento delle imprese sul mercato azionario potrebbe infine beneficiare di un rafforzamento delle agevolazioni fiscali introdotte dalla legge di bilancio per il 2018 in favore delle piccole e medie imprese che avviano una procedura di ammissione alla quotazione; questi incentivi sono stati rinnovati per il 2022 nell'ultima legge di bilancio, ma è stato ridotto il valore massimo del credito d'imposta.

5. Alcune considerazioni di carattere generale sull'ipotesi di un Fondo sovrano pubblico

La Risoluzione avanza l'ipotesi di costituire un Fondo sovrano con capitale pubblico, ma aperto al contributo dei privati, che dovrebbe sostenere la crescita e il rilancio di specifici settori strategici operando nel periodo successivo alla conclusione dell'erogazione dei fondi del PNRR. Seppur non siano forniti elementi più precisi relativamente alle caratteristiche istituzionali e operative di tale Fondo, alcune considerazioni di carattere generale sono opportune.

Dal punto di vista del finanziamento, i fondi sovrani sono strumenti solitamente associati alla necessità di alcuni governi di gestire ampie disponibilità economiche (spesso derivanti dallo

³⁰ Si tratta di una deduzione, uniforme per tutte le imprese, pari al rendimento figurativo dei nuovi mezzi propri. L'entità dell'incentivo è stata fortemente incrementata, entro certi limiti, per gli aumenti di capitale avvenuti nel 2021.

³¹ In un'ottica anticiclica, il rafforzamento dell'ACE potrebbe essere riconsiderato, sulla falsariga di quanto fatto nel 2021; si tratta di un incentivo che potrebbe, tra l'altro, consentire una "auto-selezione" delle imprese con migliori prospettive di profitto.

³² [Memoria della Banca d'Italia su "AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19"](#), Commissione V (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei Deputati, 8 giugno 2020. Il credito d'imposta potrebbe essere utilizzato in compensazione dei versamenti dovuti per altre imposte e contributi, mentre nel regime ordinario è utilizzabile entro certi limiti solo per ridurre l'IRAP.

sfruttamento di risorse naturali) al fine di preservarne e incrementarne il valore nel tempo, anziché di sostenere l'attività produttiva nazionale. Nel caso italiano la costituzione di un fondo sovrano come quello ipotizzato nella risoluzione determinerebbe un onere di finanziamento aggiuntivo per le finanze pubbliche. L'opportunità di sostenere tale onere andrebbe attentamente vagliata sia alla luce dell'alto debito che grava sul Paese sia in un'ottica di eventuali utilizzi alternativi delle risorse da reperire sul mercato.

Dal punto di vista delle finalità e dell'assetto organizzativo dei fondi sovrani, il processo di selezione dei progetti da finanziare e dei settori ritenuti strategici sui quali investire sono fattori cruciali per il successo di qualsiasi decisione (pubblica o privata) di allocazione del capitale. Se da un lato c'è un certo consenso sull'opportunità di impiegare risorse pubbliche a sostegno di alcune imprese in fasi di emergenza e in specifici casi di fallimento di mercato, dall'altro ampi investimenti pubblici diretti in singole realtà produttive andrebbero valutati con molta attenzione. In ogni caso le scelte organizzative e di portafoglio di un eventuale fondo di questo tipo dovrebbero avere ben presente sia la necessità di minimizzare i rischi di distorsione dei meccanismi di mercato sia quella di perseguire il più adeguato rendimento a fronte dell'utilizzo delle risorse investite.

Va inoltre ricordato che già oggi esistono nell'ordinamento italiano diversi strumenti per intervenire a sostegno di specifici settori o imprese (ad esempio attraverso prestiti o interventi nel capitale). A questo riguardo, il DL Rilancio del 2020 (DL 34/2020) ha istituito presso la Cassa Depositi e Prestiti il cosiddetto Patrimonio Rilancio (la stessa risoluzione vi fa riferimento), uno strumento potenzialmente finanziabile da risorse pubbliche fino a un massimo di 44 miliardi e con una vita prevista di 12 anni. Tale fondo – la cui operatività fino a questo momento è stata contenuta – ha l'obiettivo di intervenire a sostegno di società di grandi dimensioni considerate strategiche per l'attività svolta o per la rilevanza occupazionale.

Figura 1

Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie italiane
(valori percentuali)

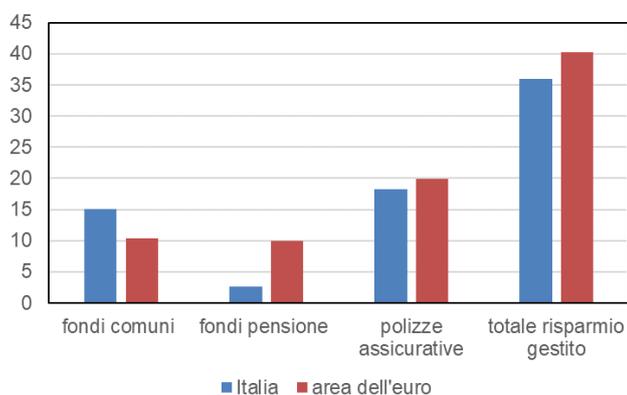


Fonte: Banca d'Italia.

Note: La voce "risparmio gestito" comprende fondi comuni, riserve assicurative e fondi pensione (escluso TFR); la voce "altro" comprende crediti commerciali e altri crediti, derivati e stock option, e TFR.

Figura 2

Quota delle componenti del risparmio gestito nelle attività finanziarie delle famiglie
(giugno 2021; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia.

Appendice

Principali agevolazioni fiscali sugli strumenti per il finanziamento delle imprese

Norma	Soggetti target	Soggetti investitori	Agevolazione fiscale	Periodo validità
DL 201/2011 – art. 1 – Aiuto alla Crescita Economica (ACE)	Tutte le imprese.	---	Deduzione dalla base imponibile IRES/Irpef di un dato rendimento nozionale dei mezzi propri. Base di calcolo della deduzione: per società di capitali, nuovi mezzi propri accumulatisi dal 2010; per imprese assoggettate a Irpef, dal 2011 al 2015 intero stock di mezzi propri, dal 2016 come per le società di capitali (solo nuovi mezzi propri dal 2011). Rendimento nozionale: 2011-2013, 3%; 2014, 4%; 2015, 4,5%; 2016, 4,75%; 2017, 1,6%; 2018, 1,5%; 2019-2022, 1,3%. Per i soli incrementi di mezzi propri del 2021 (entro un limite di € 5 milioni): rendimento nozionale al 15%.	Dal 2011, strutturale.
DL 98/2011 - art. 31.	Fondi di <i>venture capital</i> (FVC) – Vincoli su investimenti: 85% in PMI (definizione UE) in fase di sperimentazione, di costituzione, di avvio dell'attività o di sviluppo del prodotto e 15% in altre PMI (definizione TUF).	Persone fisiche e società.	Esenzione dei proventi derivanti dalla partecipazione al FVC. Investimento massimo: € 2,5 mln per ciascuna PMI destinataria in un periodo di 12 mesi.	Dal 2011, strutturale ³³ .
DL 179/2012 – art. 25 e ss.; DL 3/2015 – art. 4.	Start-up innovative (definizione <i>ad hoc</i>). Dal 2015: PMI innovative (definizione UE).	Persone fisiche (direttamente o tramite OICR che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative) e società.	Detrazione/deduzione del 30% dell'investimento. Investimento massimo annuale: € 1 mln per le persone fisiche e € 1,8 mln per i soggetti IRES. Periodo di mantenimento minimo: 3 anni ³⁴ .	Dal 2013, prima temporanea (2013-2016), poi dal 2016 strutturale.
L 232/2016 – art. 1, c. 76-80.	Start-up (rinvio a definizione DL 179/2012).	Società quotate (o controllate da quotate) residenti in Italia o UE/SEE con partecipazione almeno del 20% nella start-up (cd. società sponsor).	Possibilità di trasferimento delle perdite fiscali generate nei primi tre anni di attività della start-up alla società sponsor dietro corrispettivo pari al vantaggio fiscale ricevuto. Riporto delle perdite da parte dello sponsor senza limiti quantitativi e temporali.	Dal 2017, strutturale.
DL 34/2020 "Rilancio" - art. 38.	Start-up innovative (definizione DL 179/2012); agevolazione alternativa a quella ex DL 179/2012. PMI innovative (definizione UE); agevolazione cumulabile con quella ex DL 179/2012, entro limite "de minimis").	Persone fisiche (direttamente o tramite OICR che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative).	Detrazione del 50% dell'investimento. Investimento annuale massimo: € 100.000 se in start-up; € 300.000 se in PMI. Si applica il limite degli aiuti "de minimis" previsto dal regolamento UE. Periodo di mantenimento minimo: 3 anni.	Dal 2020, strutturale.

³³ L'autorizzazione richiesta ai fini della normativa sugli aiuti di Stato per i soggetti titolari di reddito d'impresa è valida per 10 anni, quindi fino al 17 settembre 2022. Alla scadenza le autorità italiane dovranno chiedere la proroga dell'Aiuto.

³⁴ La legge di bilancio 2019, per i soli investimenti effettuati nel 2019, aveva incrementato al 40% il valore della detrazione Irpef e della deduzione IRES, e innalzato al 50% la deduzione per soggetti IRES che acquisivano l'intero capitale di start-up innovative e che non fossero a loro volta start-up innovative; tuttavia la modifica non ha trovato attuazione, essendo subordinata all'autorizzazione della Commissione europea che non è intervenuta.

Norma	Soggetti target	Soggetti investitori	Agevolazione fiscale	Periodo validità
<i>L 232/2016 – art. 1, c. 88-89, c. 100-115. e ss.mm.ii.</i>	Piani di risparmio a lungo termine (PIR cd. “ordinari”) - Vincoli su investimenti: 70% in imprese residenti in Italia o UE o SEE con stabile organizzazione in Italia, di cui: - almeno il 30% in imprese diverse da quelle FTSE MIB o FTSE Mid Cap o indici esteri equivalenti;			PIR costituiti (cd. PIR 1.0) o somme investite nel 2017-2018, strutturale.
<i>Idem come integrata dalla L 145/2018 – art. 1, c. 211-215</i>	- almeno il 30% in imprese diverse da quelle FTSE MIB o indici esteri equivalenti, almeno il 5% in strumenti finanziari di PMI ammessi a sistemi multilaterali di quotazione e almeno il 5% in quote o azioni di FVC ³⁵ ;	Persone fisiche non imprenditori residenti in Italia; fondi pensione e casse di previdenza.	Esenzione dei redditi finanziari derivanti dall’investimento. Investimento massimo: annuale € 40.000, complessivo € 200.000 (legge di bilancio 2022; prima, rispettivamente € 30.000 e € 150.000). Periodo di mantenimento minimo: 5 anni. Esenzione anche da imposta di successione per le persone fisiche. Per fondi pensione e casse di previdenza: investimento in PIR consentito nel limite del 10% dell’attivo patrimoniale, applicato anche agli investimenti di cui alla riga che segue.	PIR costituiti o somme investite dal 30.4.2019 al 31.12.2019 (cd. PIR 2.0), strutturale.
<i>Idem come integrata dal DL 124/2019 – art. 13bis</i>	- almeno il 25% in imprese diverse da quelle FTSE MIB o indici equivalenti e almeno un ulteriore 5 % in imprese diverse da quelle FTSE MIB, FTSE Mid Cap o indici esteri equivalenti.			PIR costituiti dall’1.1.2020 (cd. PIR 3.0), strutturale.
<i>DL 34/2020 “Rilancio” – art. 136.</i>	Nuova categoria PIR (in aggiunta a quelli già esistenti; cd. PIR alternativi o PIR-PMI) – Vincoli su investimenti: 70% in imprese residenti in Italia o UE/SEE con stabile organizzazione in Italia, diverse da quelle FTSE MIB e FTSE Mid Cap o indici esteri equivalenti ³⁶ .	Persone fisiche non imprenditori residenti in Italia; fondi pensione e casse di previdenza.	Esenzione dei redditi finanziari derivanti dall’investimento. Investimento massimo: annuale € 300.000 (DL 104/2020; prima € 150.000), complessivo € 1,5 mln. Periodo di mantenimento minimo: 5 anni. Esenzione anche da imposta di successione.	PIR costituiti dal 19.5.2020, strutturale.
<i>Idem come integrata dalla L 178/2020, art. 1, c. 219 e ss.</i>			Per i soli PIR alternativi costituiti dall’1.1.2021: credito d’imposta per le persone fisiche titolari del piano pari alle minusvalenze, perdite e differenziali negativi realizzati sugli investimenti effettuati entro il 31 dicembre 2021. Misura prorogata (legge di bilancio 2022) a tutti gli investimenti effettuati nel 2022. ³⁷ Periodo di mantenimento minimo: 5 anni.	2021-2022, temporanea.

³⁵ La definizione di FVC, di cui al comma 213, è diversa da quella di cui al DL 98/2011, art. 31, c. 2.

³⁶ L’investimento può riguardare anche crediti delle imprese target o prestiti erogati alle stesse.

³⁷ Il credito d’imposta non può eccedere il 20% (10% per quelli costituiti nel 2022) delle somme investite negli strumenti finanziari medesimi ed è fruibile in 10 quote annuali (15 per quelli costituiti nel 2022) attraverso la compensazione nella dichiarazione annuale dei redditi con le imposte personali o in F24 con le altre imposte dovute dall’investitore; non concorre al reddito complessivo e può essere usato in compensazione senza limiti annuali. Non è invece ammesso il rimborso.

Norma	Soggetti target	Soggetti investitori	Agevolazione fiscale	Periodo validità
<i>L 232/2016 – art. 1, c. 88-89.</i>	Imprese residenti in Italia o UE o SEE con stabile organizzazione in Italia ³⁸ ; OICR che investono prevalentemente in tali imprese; FVC (definizione TUF); PIR ordinari e alternativi; quote di prestiti e di fondi di crediti cartolarizzati.	Fondi pensione e casse di previdenza.	Esenzione dei proventi generati dagli investimenti. Investimento massimo 10% dell'attivo patrimoniale (5% fino al 2018). Periodo di mantenimento minimo: 5 anni.	Dal 2017, strutturale; dal 2019 per i FVC.
<i>DL 34/2020 "Rilancio" – art. 26.</i>	Società di capitali con ricavi fra € 5 mln e € 50 mln, con sede legale in Italia e con una perdita di ricavi nel secondo bimestre del 2020 almeno pari al 33% rispetto allo stesso periodo del 2019. Esclusi gli intermediari finanziari, le holding e le assicurazioni.	Persone fisiche e società. Escluse le società controllanti, direttamente o indirettamente, la società conferitaria e quelle sottoposte a comune controllo o collegate con la stessa ovvero da questa controllate.	Per il conferente: credito d'imposta pari al 20% del conferimento. Investimento massimo: € 2 mln. Periodo di mantenimento minimo: 3 anni. Per la società conferitaria: credito d'imposta pari al 50% delle perdite civilistiche relative al 2020 eccedenti il 10% del patrimonio netto, fino a concorrenza del 30% dell'aumento di capitale eseguito, e comunque nel limite di € 800.000. Per entrambe le agevolazioni: divieto di distribuzione di riserve della società conferitaria prima dell'1.1.2024.	2020, temporanea.
<i>Idem come integrata dalla L art. 1, c. 263</i>		Società conferitaria.	Agevolabili anche aumenti di capitale deliberati e eseguiti nel primo semestre 2021; in questi casi, limite dell'aumento di capitale eseguito innalzato dal 30% al 50%.	I semestre 2021, temporanea
<i>DL 83/2012 – art. 32 e ss.mm.ii.</i>	Società non quotate che emettono obbligazioni o titoli simili alle obbligazioni.	Imprese e investitori istituzionali.	Persone fisiche non imprenditori: prelievo alla fonte del 26%; imprese e investitori istituzionali residenti e non residenti: nessun prelievo alla fonte. Per i soggetti target non micro-imprese emittenti titoli sottoscritti da investitori istituzionali o negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'UE e degli Stati allo SEE in <i>white list</i> : eliminati i limiti alla deducibilità degli interessi connessi con il tasso di riferimento.	Dal 2012, strutturale.

³⁸ A differenza dei PIR, non è richiesto che le imprese non siano incluse negli indici di borsa. Gli investimenti possono anche riguardare quote di prestiti, di fondi di credito cartolarizzati erogati alle stesse imprese od originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali.