

APPROFONDIMENTI

Venture capital: le agevolazioni agli investimenti per gli enti previdenziali

Dubbi interpretativi e possibili soluzioni applicative

Febbraio 2026

Fabio Brunelli, Partner, Di Tanno Associati
Carlo Andrea Curti, Partner, Di Tanno Associati



Fabio Brunelli, Partner, Di Tanno Associati

Carlo Andrea Curti, Partner, Di Tanno Associati

> **Fabio Brunelli**

Fabio Brunelli entra in Di Tanno Associati nel 1989 e ne diventa Partner nel 1998. Le sue aree di specializzazione sono: Fiscalità dei prodotti finanziari, Fiscalità internazionale, Fondi di Private Equity, Fondi Real Estate, Operazioni di finanza straordinaria, Operazioni di M&A e Contenzioso tributario. Membro dell'IFA (International Fiscal Association), dell'International Tax Working Group di Invest Europe e del Tax & Legal Committee di AIFI (Associazione italiana del private equity e venture capital).

> **Carlo Andrea Curti**

Carlo Andrea Curti è iscritto all'Albo degli Avvocati dal 2014. E' entrato in Di Tanno Associati nel 2013. Le sue aree di specializzazione sono il contenzioso tributario, i fondi d'investimento alternativi, il venture capital, la fiscalità degli immobili, la fiscalità internazionale, le operazioni di M&A e di finanza straordinaria, la fiscalità dei prodotti finanziari.

Studio legale e tributario

Di Tanno Associati

DITANNO ASSOCIATI
LEGALE • TRIBUTARIO

Il D.L. Economia ha apportato modifiche significative alla disciplina dell'agevolazione per gli investimenti di casse di previdenza e fondi pensione, già profondamente trasformata dalla Legge per la Concorrenza. In particolare, è stata rimodulata la soglia minima di investimenti in Fondi per il Venture Capital (FVC) che consente la fruizione del beneficio fiscale chiarendone la modalità di calcolo, ed è stata aggiornata la definizione stessa di FVC.

Nell'articolo vengono esposte le ultime novità della disciplina, evidenziando taluni dubbi interpretativi e possibili soluzioni applicative, tenendo altresì presenti (ove applicabili) i principi espressi dalla recente Risposta a interpello n. 18/2026 pubblicata il 26 gennaio 2026.

1. Gli incentivi per investimenti nell'economia reale degli enti previdenziali

Gli enti di previdenza obbligatoria di cui al D.Lgs. n. 509/1994 e al D.Lgs. n. 103/1996 (c.d. **"Casse di Previdenza"**) e le forme di previdenza complementare di cui al D.Lgs. n. 252/2005 (c.d. **"Fondi Pensione"**) sono i principali investitori "istituzionali" destinatari di misure di incentivazione fiscale per canalizzare risorse nell'"economia reale" italiana.

A tali soggetti si applica la disciplina di cui all'art. 1, commi 88-95-quater, della L. n. 232/2016 e s.m.i. (**"Legge di Bilancio 2017"**)¹, che consente di beneficiare dell'**esenzione** da imposizione sui redditi finanziari (di capitale e diversi) generati da alcune categorie di investimenti (nell'insieme **"Investimenti Qualificati"**)², tra cui quelli diretti e indiretti (tramite OICR) nel capitale di imprese residenti, nonché quelli in fondi di credito (con determinate caratteristiche) e in fondi per il *venture capital* (**"FVC"**), a condizione che siano detenuti per almeno 5 anni (**holding period**) e che risultino nei limiti del 10% dell'attivo patri-

¹ Per una disamina approfondita, si veda: "Gli incentivi fiscali a favore degli investimenti delle casse di previdenza e dei fondi pensione" di A. Viti, in "Gli incentivi fiscali al private capital" II Ediz., AA.VV. a cura di F. Brunelli.

² Sono Investimenti Qualificati ai sensi del comma 89 della Legge di Bilancio 2017 quelli in: a) **azioni o quote** di imprese residenti nel territorio dello Stato, o in Stati membri dell'UE o aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo ("SEE") con stabile organizzazione in Italia; b) quote o azioni di **OICR** residenti nel territorio dello Stato, o in Stati membri UE/SEE, che **investono prevalentemente** negli investimenti di cui alla precedente lettera a); b-bis) quote di prestiti, di **fondi di credito** cartolarizzati erogati e/o originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziari non professionali (*peer to peer lending*) gestite da intermediari finanziari, istituti di pagamento ovvero da soggetti vigilati operanti in Italia in quanto autorizzati in altri Stati membri UE; b-ter) quote o azioni di **Fondi per il Venture Capital ("FVC")** residenti nel territorio dello Stato, o in Stati membri UE/SEE.

moniale dell'ente previdenziale riferito all'esercizio precedente (**"Plafond"**)³.

Gli enti previdenziali sono altresì beneficiari dell'esenzione sui redditi finanziari generati da investimenti in Piani Individuali di Risparmio (**"PIR"**)⁴, sia ordinari che c.d. alternativi, la cui disciplina condivide tratti applicativi in parte comuni con quella prevista per gli Investimenti Qualificati⁵.

L'agevolazione fiscale sui redditi finanziari generati dagli Investimenti Qualificati e dai PIR, per le Casse di Previdenza comporta l'esenzione da IRES e da ritenuta, mentre per i Fondi Pensione - soggetti generalmente "lordisti" - comporta la non concorrenza al risultato netto di gestione oggetto dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 17 del D.lgs. n. 252/2005.

2. Le modifiche agli incentivi intervenute nel tempo⁶

La disciplina agevolativa per gli Investimenti Qualificati è stata modificata una prima volta dall'art. 33, comma 1, lettere a) e b) della L. n. 193/2024⁷ (**"Legge per la Concorrenza"**) introducendo una specifica condizione di accesso per i nuovi investimenti⁸, consistente nel raggiungimento di una certa **"Soglia**

³ Il *Plafond* assume rilievo anche in relazione agli investimenti nei PIR, come previsto dall'art. 1, commi 88 e 92 della Legge di Bilancio 2017.

⁴ Di cui all'art. 1, comma 100 e ss della Legge di Bilancio 2017 e all'art. 13-bis, commi d-bis, 2-ter e 3 del D.L. n. 124/2019.

⁵ L'Agenzia delle Entrate, nel riconoscere la diversità delle discipline, ha riconosciuto la possibile affinità interpretativa laddove la formulazione delle rispettive norme lo consenta (cfr. Circ. 19/2021, Risp. n. 104/2024 e n. 114/2025 che riporta la nota del MEF prot. R.U. 20545 dell'1.4.2025 secondo cui nonostante caratteristiche comuni le due discipline restano differenti, in particolare tenendo conto che: «L'agevolazione per gli investimenti qualificati delle casse previdenziali e delle forme di previdenza complementare non riguarda un paniere di investimenti che deve essere costituito seguendo determinati criteri, ma è un'agevolazione che riguarda i redditi derivanti da singoli strumenti finanziari nei quali i medesimi soggetti investono»).

⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda C.A. Curti, *"Enti previdenziali: gli incentivi per l'investimento nel Venture Capital"*, pubblicato il 18.6.2025 in questa rivista.

⁷ Che hanno modificato l'art. 1, comma 90 (per le Casse di Previdenza) e comma 94 (per i Fondi Pensione), della Legge di Bilancio 2017.

⁸ Il successivo comma 2 dell'art. 33 della Legge per la Concorrenza ha previsto una specifica disposizione di **"salvaguardia"** secondo cui «è fatto salvo il riconoscimento del beneficio fiscale sui redditi finanziari derivanti dagli investimenti già effettuati, ai sensi dell'articolo 1, commi 88 e seguenti e commi 92 e seguenti, della legge 11 dicembre 2016, n. 232, alla data di entrata in vigore della presente legge». Tale disposizione dovrebbe ragionevolmente "salva-

Minima" (5% nel 2025, 10% dal 2026) di investimenti in FVC⁹.

Ai sensi dell'art. 1, comma 213, della Legge 30 dicembre 2018, n. 145 (**"Legge di Bilancio 2019"**) sono considerati FVC rilevanti ai fini dell'art. 1, comma 89, b-ter, gli OICR che «destinano almeno il 70% dei capitali raccolti in investimenti in favore» di PMI non quotate, residenti in Italia o in UE/SEE con stabile organizzazione in Italia, in fase iniziale delle attività (*startup*) o di sviluppo (*scaleup*), al ricorrere di specifiche condizioni (**"PMI Ammissibile"**).

2.1 Le ulteriori modifiche apportate dall'art 18 del DL Economia

La disciplina degli Investimenti Qualificati è stata nuovamente modificata dall'**art. 18**, D.L. n. 95/2025 (**"DL Economia"**, convertito con L. n. 118/2025), al fine di individuare dei criteri certi per calcolare la suddetta Soglia Minima e disporre di maggiore flessibilità nei primi anni di applicazione.

Nello specifico, il **primo comma** dell'art. 18 ha introdotto un'**interpretazione autentica**¹⁰ della nozione di Investimenti Qualificati ai fini dell'applicazione dell'art.1, commi 90 e 94 della Legge di Bilancio 2017, che devono intendersi come **«gli impegni vincolanti a realizzare direttamente o indirettamente investimenti qualificati»**¹¹.

guardare" anche eventuali reinvestimenti entro 90 giorni in caso di rimborsi o scadenza degli strumenti prima del decorso dell'*holding period*, come suggerito da Assogestioni nella Circolare 27/25/C del 19.5.2025.

⁹ Come precisato nel Dossier della Camera dei Deputati del 4.12.2024, tale misura ha la finalità di «incentivare gli investimenti in start-up innovative, ossia in imprese giovani ad alto contenuto tecnologico e con potenziale di crescita elevato, attraverso delle modifiche alla disciplina degli investimenti qualificati effettuati dagli enti di previdenza».

¹⁰ Secondo la Relazione illustrativa riportata dal Dossier del Senato n. 504/1 A.S. n. 1565 (**"Dossier Senato"**), la norma di interpretazione autentica «consente a tali enti un più puntuale monitoraggio e una stima dell'asset allocation nei confronti di tutti gli investimenti qualificati, soprattutto in quelli in FVC, il cui raggiungimento della Soglia Minima è condizione per continuare a beneficiare dell'esenzione su tutti i nuovi investimenti qualificati».

¹¹ Il riferimento agli "impegni vincolanti" intende tenere conto delle modalità d'investimento in OICR chiusi riservati a investitori professionali in cui l'investimento si perfeziona con la sottoscrizione delle quote del fondo, ma dove gli importi vengono richiamati via via che si presentano le occasioni di investimento. La rilevanza della sottoscrizione è stata confermata dalla recente Risposta a interrogazione parlamentare n. 5-04970 che ha escluso che la mera delibera dell'ente previdenziale sia sufficiente affermando che; «non sembra condivisibile l'opzione esegetica di agganciare alla data delle delibere adottate dai consigli di amministrazione delle casse di previdenza e dei fondi pensione il riferimento temporale più opportuno per ritenere integrata, in termini obiettivi, l'effettiva realizzazione dell'investimento. Peraltro, la medesima data potrebbe essere distante anche di molto rispetto all'effettivo perfezio-

Il successivo **secondo comma** ha introdotto una rimodulazione della Soglia Minima che condiziona l'accesso alla disciplina agevolativa prevedendo che il rapporto tra investimenti in FVC e il **"Paniere"** degli Investimenti Qualificati dell'esercizio precedente sia almeno pari al 3% «a far data dal 1.1.2025», 5% «per l'anno 2026» e 10% «a partire dall'anno 2027».

Il **terzo comma** ha aggiunto all'art. 1, comma 89, b-ter della Legge di Bilancio 2017 la seguente indicazione: «**l'importo totale delle risorse** è investito dai soggetti indicati nei commi 88 e 92 (i.e. enti previdenziali), per il tramite dei Fondi per il Venture Capital (FVC), in ciascuna piccola e media impresa (PMI), **entro la durata del FVC**».

Il **quarto comma**, infine, ha aggiunto all'art. 1, comma 213, della Legge Bilancio 2019 (che definisce i FVC) la previsione secondo cui «Ciascuna PMI rispetta i requisiti, alternativi tra loro, previsti dall'articolo 21, paragrafo 3, lettere a), b) e c) del regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014¹²».

La modifica della disciplina ha consentito di risolvere alcuni aspetti critici emersi, lasciandone tuttavia aperti degli altri, solo in parte ad oggi oggetto di chiarimenti. Sarebbe dunque opportuno e auspicabile un **intervento organico** sul piano interpretativo al fine di facilitare l'applicazione concreta della disciplina e raggiungere lo scopo di stimolare un maggior afflusso di risorse all'innovazione.

3. Punti critici dell'agevolazione per gli enti previdenziali e possibili soluzioni interpretative e applicative

3.1 Il calcolo della Soglia Minima di investimenti in FVC

La formulazione della norma di interpretazione autentica (art. 18, comma 1, del DL Economia) richiede in sintesi che la Soglia Minima di investimenti in FVC – che consente ai "nuovi" Investimenti Qualificati di beneficiare dell'agevolazione – corrisponda al **rapporto** (a partire dal 2027 pari al 10%) tra investimenti diretti o indiretti in FVC (**numeratore**) e il Paniere degli Investimenti Qualificati (**denominatore**) risultan-

namiento dell'investimento da parte dei medesimi soggetti. L'evento della sottoscrizione, invece, costituisce quantomeno un presupposto del commitment».

¹² La versione vigente del Regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014 (**"Reg. GBER"**) è quella risultante dalle modifiche apportate dal Regolamento (UE) n. 1315/2023 del 23 giugno 2023.

ti dal rendiconto dell'esercizio precedente, considerando a tal fine gli "impegni vincolanti" a realizzare tali investimenti.

Al riguardo è evidente che affinché il rapporto esprima un risultato affidabile, sia il numeratore che il denominatore devono essere **grandezze omogenee**. Sembra dunque logico ritenere che **entrambi** i valori ai fini della verifica della Soglia Minima vengano calcolati tenendo conto degli impegni vincolanti.

Sarebbe dunque opportuno che l'Amministrazione finanziaria confermasse che il Paniere degli Investimenti Qualificati (denominatore), rilevante per il calcolo della Soglia Minima, risulti dalla **sommatoria** degli impegni vincolanti (sottoscrizioni) a realizzare investimenti in OICR qualificati ai sensi dell'art. 1, comma 89 della Legge di Bilancio 2017 e l'ammontare degli investimenti in partecipazioni in società di cui al medesimo comma.

Sarebbe altresì opportuno che l'Amministrazione finanziaria confermasse che – nel rispetto della lettera della norma – ai fini del calcolo della Soglia Minima sono da ritenersi inclusi nel Paniere **esclusivamente** gli Investimenti Qualificati individuati dall'art. 1, comma 89 dalla Legge di Bilancio 2017, con la conseguenza che gli investimenti in PIR **non** dovrebbero concorrere ad alimentare il denominatore del rapporto, né l'esenzione sui relativi proventi sarebbe da ritenere sottoposta alla condizione del raggiungimento di detta Soglia Minima¹³.

Occorre peraltro rilevare che, dal punto di vista letterale, l'applicazione della norma di interpretazione autentica (art. 18, comma 1, del DL Economia) è riferita esclusivamente all'art. 1, commi 90 e 94 della Legge di Bilancio 2017, in cui è previsto il regime agevolativo per gli Investimenti Qualificati e la condizione di investimento (Soglia Minima) in FVC, con la conseguenza che sarebbe da **escludere** un impatto della stessa sulle modalità di calcolo del Plafond. Quest'ultimo dovrebbe quindi continuare a essere calcolato sulla base delle somme **effettivamente investite** (dunque richiamate in caso di OICR) negli Investimenti Qualificati (e nei PIR) rispetto al totale dell'attivo risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente. Anche a tal fine, sarebbe opportuno una conferma da parte dell'Amministrazione finanziaria¹⁴.

¹³ Come sostenuto da Assogestioni nella Circolare 27/25/C del 19.5.2025.

¹⁴ Si nota che in un passaggio della Relazione illustrativa all'art. 18 del DL Economia, è affermato che «con il comma 3 si è inteso allineare anche il meccanismo di calcolo del plafond al commitment, analogamente e in logica di siste-

3.2 Gli effetti del raggiungimento della Soglia Minima

Né il DL Economia né la Relazione illustrativa hanno fornito chiarimenti riguardo al momento in cui deve ritenersi integrata la Soglia Minima e alle conseguenze del mancato raggiungimento.

Al riguardo appare ragionevole (e funzionale ai fini dell'incentivo) ritenere che: (i) il raggiungimento della Soglia Minima deve essere verificato **a fine anno**; (ii) in caso positivo, i redditi relativi ai **nuovi** Investimenti Qualificati effettuati (o sottoscritti) in tale anno beneficiano dell'esenzione¹⁵; (iii) una volta ottenuto il trattamento di esenzione, gli Investimenti Qualificati **mantengono** tale prerogativa negli anni successivi, **anche** qualora la Soglia Minima non sia in seguito raggiunta¹⁶. Tale impostazione "a strati" della Soglia Minima è volta a **crystalizzare** nel tempo il regime di esenzione dell'investimento (una volta soddisfatta la condizione di accesso nell'anno di effettuazione) e dare **stabilità** allo stesso sia ai fini di una ordinata gestione del portafoglio e dei rendimenti da parte degli enti previdenziali sia nell'ottica di consentire una coerente osservanza degli obblighi di sostituzione di imposta (non sarebbe infatti praticabile un sistema in cui il regime fiscale degli investimenti potesse cambiare di anno in anno a seconda del raggiungimento o meno della Soglia Minima).

Per altro verso, gli investimenti realizzati in anni in cui **non** viene raggiunta la Soglia Minima non saranno inclusi nel Paniere né ai fini della fruizione del beneficio fiscale né ai fini del calcolo (del denominatore) della Soglia Minima¹⁷.

maticità con quanto previsto dal presente intervento ai fini del paniere degli investimenti qualificati e della soglia minima». Tuttavia, il riferimento non è chiaro in quanto non sembra esservi nell'art. 18 (tantomeno nel comma 3) una disposizione specifica che rinvia al Plafond e che induca a estendere a quest'ultimo il criterio degli "impegni vincolanti".

¹⁵ Per i nuovi investimenti in OICR delle Casse di Previdenza, ove fossero distribuiti proventi in corso d'anno (ad es. da quelli acquistati sul mercato secondario) prima del raggiungimento della Soglia Minima, potrebbe presentarsi apposita istanza di rimborso della ritenuta subita. Assogestioni ritiene invece che siano esenti i redditi prodotti in corso d'anno solo dopo il raggiungimento della Soglia Minima.

¹⁶ Con particolare riferimento agli investimenti in OICR sarà dunque necessario che i gestori, al fine di disapplicare le ritenute, ottengano dalle Casse di Previdenza un'apposita **dichiarazione** che confermi l'integrazione della Soglia Minima.

¹⁷ Sembrerebbe non lasciare spazio a interpretazioni estensive sul punto la Risposta a interrogazione parlamentare n. 5-04970, secondo cui: «quanto alla possibilità che l'esenzione in argomento possa riconoscersi anche nell'i-

Data la rilevanza di tali profili, sarebbe auspicabile una conferma da parte dell'Amministrazione finanziaria.

3.3 L'investimento indiretto in FVC – i chiarimenti della Risp. n. 18/2026

La norma di interpretazione autentica ha chiarito che rientrano tra gli Investimenti Qualificati anche quelli realizzati **"indirettamente"**, vale a dire tramite la sottoscrizione di fondi di fondi (**"FOF"**) che investono a loro volta in FVC¹⁸.

A tal proposito, si segnala la recente Risp. n. 18/2026 dell'Agenzia delle entrate – ancorché relativa a una fattispecie non avente per oggetto FVC – dove viene espresso il principio generale secondo cui «*il legislatore ammette che lo schema dei fondi di fondi (oltre al veicolo societario) è **sistematicamente ammesso** dall'ordinamento per l'investimento indiretto nell'economia reale*».

In particolare, è stato chiarito che il FOF che investe prevalentemente in OICR Compliant (ai sensi del comma 89, lett. b, della Legge di Bilancio 2017) si qualifica **a sua volta** come OICR Compliant¹⁹.

Ciò detto, mentre non vi sono dubbi che il FOF possa essere il "tramite" con cui gli enti previdenziali realizzano investimenti indiretti (con approccio **pass through**) in FVC, non appare scontato che il FOF possa esso stesso qualificarsi come FVC (con approccio analogo alla Risp. n. 18/2026), alla luce della **stringente** definizione normativa di FVC contenuta nell'art. 1, comma 213, della Legge di Bilancio 2019.

*potesi di mancato raggiungimento della soglia di investimenti qualificati prevista per il 2025, si ritiene, in coerenza con lo stesso valore semantico della littera legis, che **il beneficio recato dalla normativa di esenzione non possa, a legislazione vigente, essere riconosciuto anche nel caso del mancato raggiungimento della soglia imposta per l'anno 2025***». Ciò detto, non sarebbe in linea di principio contrario alla finalità dell'incentivo ipotizzare una modifica normativa che consenta di recuperare nell'ambito del trattamento esente quegli Investimenti Qualificati che sono stati realizzati in anni in cui la Soglia Minima non è stata raggiunta, laddove detta soglia venga integrata in anni successivi.

¹⁸ Ovvero anche nel caso di investimento tramite veicoli societari, come confermato dalla Relazione illustrativa.

¹⁹ Come chiarito dall'Amministrazione finanziaria: (i) se i fondi sottostanti a loro volta si qualificano come OICR Compliant, rilevano integralmente ai fini del calcolo della prevalenza degli investimenti del FOF (come se fossero partecipazioni societarie "qualificate" ex comma 89 lett.a); (ii) se i fondi sottostanti non si qualificano a loro volta come OICR Compliant sarà possibile adottare l'approccio *look through* al fine di considerare, per il raggiungimento della prevalenza, con effetto demoltiplicativo, anche le partecipazioni societarie.

Sul punto è dunque opportuno un chiarimento da parte dell'Amministrazione finanziaria.

4. Punti critici dell'agevolazione per i gestori di FVC e possibili soluzioni applicative

4.1 Definizione PMI Ammissibile

Le modifiche apportate dall'art. 18 (commi 3 e 4) del DL Economia hanno inciso prevalentemente sulla definizione di PMI Ammissibile, ai fini del rispetto del vincolo degli investimenti (70%) previsto dall'art. 1, comma 213, della Legge di Bilancio 2019, inserendo requisiti ulteriori - alternativi tra loro - da individuare tramite il **rinvio** a quelli specificatamente indicati nell'art. 21, par. 3, lett. a), b) e c) del **Reg. GBER**²⁰.

Sarebbe opportuno che l'Amministrazione finanziaria confermasse che il rinvio alla disciplina europea deve ritenersi esclusivamente **limitato** ai suddetti requisiti e non a tutte le ulteriori disposizioni del Reg. GBER, in particolare laddove siano incompatibili con la disciplina nazionale o pongano limitazioni alla relativa portata applicativa²¹.

Pertanto, il Reg. GBER potrebbe essere invece di supporto nel chiarire che i requisiti delle PMI Ammissi-

bili debbano essere verificati esclusivamente al **momento dell'investimento iniziale**²² (non rilevando la perdita dei medesimi in un momento successivo) oppure nell'individuare le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi dalla PMI ammissibile (solo equity, quasi equity, etc.)²³.

Allo stesso modo, il riferimento al requisito della **non quotazione** potrebbe avere un'applicazione limitata ai casi di mercati regolamentati considerando invece **ammissibile** - come previsto nel Reg GBER - la quotazione sui sistemi multilaterali di negoziazione, dove tipicamente sono scambiate le partecipazioni nelle PMI²⁴.

4.2 Equivalenza degli investimenti degli enti previdenziali in PMI Ammissibili

E' sorto il dubbio da parte di alcuni che l'art. 18 comma 3, del DL Economia avesse introdotto al comma 89, lett. b-ter della Legge di Bilancio 2017, un vincolo ulteriore rispetto a quello del 70% di cui all'art.1, comma 213, della Legge di Bilancio 2019, laddove si prevede che «**l'importo totale delle risorse**» debba essere investito dagli enti previdenziali, per il tramite di FVC, «*in ciascuna PMI, entro la durata del FVC*».

Si poteva in effetti intendere che tale previsione comportasse un requisito di «**equivalenza**» tra le somme versate dagli enti previdenziali e quelle investite dal FVC in PMI ammissibili, potenzialmente innalzando il limite del 70% nel caso di investimenti degli enti previdenziali di ammontare superiore a detta percentuale.

²⁰ Si ricorda che la PMI Ammissibile deve: (i) rispettare i limiti dimensionali previsti dalla Racc. 2003/361/EC (<250 dipendenti; <50mln fatturato; <43 mln attivo), (ii) non essere "quotata", e (iii) avere la residenza in Italia o altro Stato UE/SEE con stabile organizzazione in Italia. Inoltre, sulla base del rinvio al Reg. GBER, le PMI Ammissibili: a) non hanno operato in alcun mercato; b) operano in un qualsiasi mercato: (i) da meno di dieci anni dalla loro iscrizione al registro delle imprese, o (ii) da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale; c) necessitano di un investimento iniziale che, sulla base di un piano aziendale elaborato per l'avvio di una nuova attività economica, è superiore al 50% del loro fatturato medio annuo degli ultimi cinque anni. La predetta soglia (del 50%) viene ridotta al 30% per quanto riguarda i seguenti: (a) investimenti che migliorano in modo significativo le prestazioni ambientali dell'attività a norma dell'art. 36, comma 2 del Reg GBER; (b) altri investimenti ecosostenibili quali definiti all'art. 2, punto 1), del regolamento (UE) 2020/852; (c) investimenti volti ad aumentare la capacità di estrazione, separazione, raffinazione, trasformazione o riciclaggio di una materia prima critica elencata nell'allegato IV del Reg. GBER.

²¹ Ad esempio, nel Reg GBER è previsto un limite quantitativo generalizzato di € 16, 5 milioni (Art. 21, par. 8, Reg. GBER) per ciascuna PMI che potrebbe non essere sufficiente nel caso di investimenti *late stage/expansion*, limitando fortemente il perimetro della politica d'investimento dei FVC, nell'ottica (voluta dalla disciplina in commento) di una crescita del settore del *venture capital*. Sono previsti altresì limiti all'effettuazione di operazioni di acquisizione di PMI ("capitale di sostituzione", cfr. art. punto 78), Reg. GBER), ammissibili soltanto se complementari al 50% di capitale nuovo (art 21, par. 7 Reg. GBER).

²² Il riferimento della disciplina del Reg GBER al «*momento dell'investimento iniziale*» potrebbe ad esempio consentire di (i) continuare a ritenere PMI Ammissibili quelle il cui processo di quotazione è iniziato successivamente all'investimento iniziale (anche in caso di investimento ulteriore i.e. follow-on) e ritenere Ammissibili (ii) le PMI residenti in Stati UE/SEE per cui l'investimento iniziale consente l'apertura di una stabile organizzazione (o controllata) in Italia.

²³ Il comma 213 della Legge di Bilancio 2019 non chiarisce quale tipologia di strumento finanziario sia ammissibile. Si segnala che sulla base dell'art. 21, par. 5 del Reg. GBER «*gli investimenti per il finanziamento del rischio nelle imprese ammissibili possono assumere la forma di investimenti in equity e in quasi-equity, prestiti, garanzie o una combinazione di queste forme*».

²⁴ Con la recente Risposta all'interrogazione parlamentare n. 5-03795 fornita dalla Commissione VI della Camera dei deputati del 9.4.2025, il Governo si è riservato di valutare un approfondimento al fine di specificare, anche eventualmente con intervento normativo, la perimetrazione dell'agevolazione in argomento, tenendo presente che l'Amministrazione finanziaria tende a equiparare la quotazione sui mercati regolamentati a quella sui sistemi multilaterali di negoziazione (cfr. Circ. n. 32/2020).

Tuttavia, dalla recente Risposta a interrogazione parlamentare n. 5-04970, sembra confermato che ai fini dell'agevolazione rileva che le risorse siano investite in FVC che soddisfano le **condizioni normative**, tra cui il vincolo del 70%, potendosi quindi evincere che la locuzione "importo totale delle risorse" deve in ogni caso riferirsi a quelle destinate alle PMI **rientranti** nel suddetto vincolo (rimanendo comunque disponibile la rimanente quota "libera")²⁵. Sul punto si auspica una conferma da parte dell'Amministrazione finanziaria.

4.3 Vincoli d'investimento e conseguenze in caso di mancato raggiungimento

Come già richiamato i FVC sono tenuti a investire almeno il 70% dei capitali raccolti in investimenti in favore di PMI Ammissibili. Al riguardo si osserva che, per effetto dei recenti chiarimenti forniti dall'Amministrazione finanziaria²⁶ in fattispecie sostanzialmente analoghe, non dovrebbe essere posto in dubbio (ancorché sia comunque opportuna una conferma ufficiale) che tale condizione deve essere intesa con riferimento al capitale sottoscritto ed **effettivamente** versato, **al netto** degli oneri e commissioni sostenuti.

La Relazione illustrativa (citata dal Dossier Senato) ha poi ribadito che i vincoli d'investimento devono essere specificamente **indicati** nel regolamento o nella documentazione di offerta del FVC (se istituito all'estero)²⁷.

Quanto ai tempi in cui deve essere soddisfatto il vincolo del 70%, la norma (art. 1, comma 89, b-ter della Legge di Bilancio 2017) prevede che le risorse siano investite «entro la durata del fondo», potendosi dunque ritenere che l'obiettivo di composizione del portafoglio possa essere raggiunto **entro il ter-**

mine di durata del FVC²⁸, rapportando dunque tutti gli investimenti effettuati in PMI Ammissibili con il totale degli investimenti²⁹. Vi sarebbe quindi una **divaricazione** rispetto alla disciplina degli OICR PIR alternativi in cui il raggiungimento del vincolo del 70% deve essere verificato entro una **data fissa** indicata nel regolamento (generalmente coincidente con il termine del periodo d'investimento). Il riferimento alla durata del FVC può consentire una maggiore **flessibilità** ai gestori nel perseguire le opportunità di investimento, nel migliore interesse dei partecipanti, con un vincolo che si rapporta in modo **neutrale** rispetto al momento in cui gli investimenti vengono effettuati o dismessi.

L'eventuale **mancato raggiungimento** dei requisiti da parte del FVC (salvo difficili casi di abuso) non dovrebbe comportare conseguenze sulla Soglia Minima verificata *ex ante* dall'ente previdenziale sulla base del regolamento al momento della sottoscrizione, in quanto per ragioni di **stabilità** della disciplina e **tutela** degli investitori, la medesima Soglia Minima deve ritenersi **crystallizzata** nell'anno in cui viene raggiunta.

Pertanto, considerando altresì che la disciplina **non prevede** altre cause di decadenza dall'agevolazione se non il mancato rispetto dell'*holding period*, l'eventuale mancato raggiungimento finale del vincolo del 70% non dovrebbe far perdere all'OICR la qualifica di FVC e dunque nemmeno escludere il beneficio fiscale, dovendosi a questi fini attribuire **rilevanza** preminente all'impegno preso in origine dal gestore nel regolamento. Al riguardo occorre infatti osservare che il gestore è **obbligato** a perseguire gli interessi dei partecipanti e la sua attività di gestione (nel rispetto del regolamento) è sottoposta a **vigilanza prudenziale**³⁰. Salvo ipotesi di *mala gestio* è dunque da presumere che l'obiettivo di destinare risorse

²⁵ La Risposta afferma che «con riguardo ... alla richiesta relativa all'importo delle risorse investite dalle casse di previdenza e dai fondi pensione, si rammenta che il beneficio agevolativo in commento ... viene riconosciuto per gli investimenti effettuati dai menzionati enti di previdenza nei FVC che **soddisfano tutte le condizioni poste dalla normativa di riferimento**».

²⁶ Si veda la Resp. a consulenza giuridica n. 4/2025 e la Resp. n. 18/2026.

²⁷ Con riferimento a fondi esistenti (non coperti dal regime di salvaguardia) la qualificazione di FVC potrà eventualmente essere integrata previo adeguamento dei regolamenti e potrà rilevare soltanto a decorrere da tale momento, in coerenza con la prassi dell'Agenzia delle Entrate in materia di agevolazione per investimenti di Casse di Previdenza e Fondi Pensione (Circ. 14/2016, Risposte a interpello n. 667/2021, 205/2023, 105/2024, 94/2025 e la recente Resp. 18/2026) e di PIR (Circ. n. 372018 e Circ. 19/2021).

²⁸ La Relazione illustrativa citata dal Dossier Senato esplicita che «l'intervento è diretto a precisare che i vincoli di investimento nelle imprese target devono essere raggiunti entro la data stabilita nel relativo regolamento del fondo (FVC) stesso e **pari alla durata dell'FVC**, periodo che dovrà essere esplicitato in funzione della propria politica di investimento».

²⁹ Senza tenere conto dei disinvestimenti. Si veda al riguardo la Resp. n. 18/2026 in cui si chiarisce che «...non rilevino per la verifica del requisito della prevalenza i disinvestimenti effettuati in sede di dismissione del portafoglio (generalmente nella fase finale della vita del fondo), essendo del tutto fisiologico che questi avvengano sulla base delle contingenti opportunità di mercato che si presenteranno all'OICR».

³⁰ Anche in questo caso emerge una divaricazione dalla disciplina dei PIR in cui – a causa di una diversa impostazione strutturale – il mancato rispetto dei vincoli di portafoglio comporta la decadenza dal regime agevolativo ai sensi dell'art. 1, comma 107 della Legge di Bilancio 2017.

alla economia reale sarà comunque **perseguito** dal gestore e l'eventuale mancato raggiungimento del vincolo potrà solo dipendere da scelte di investimento fatte sempre nell'interesse dei partecipanti. In tale contesto mantenere in bilico la possibilità che al termine del fondo venga meno l'agevolazione (che nel frattempo è stata applicata in base al regolamento) costituirebbe un **danno** per i partecipanti e un elemento di **rischio** che potrebbe riflettersi anche sul gestore che ha comunque operato professionalmente.

Data la rilevanza di tali questioni è auspicabile una conferma da parte dell'Amministrazione finanziaria.

4.4 Cumulo con altre agevolazioni

Un profilo di interesse riguarda la possibilità di **cumulare** l'agevolazione prevista per gli investimenti in FVC con l'agevolazione relativa agli OICR PIR alternativi.

Nella specie, si tratterebbe di verificare la possibilità di applicare i due regimi di agevolazione – aventi finalità in parte coincidenti (l'afflusso di risorse verso l'economia reale) – a beneficio di tipologie di soggetti diversi in relazione al medesimo fondo di investimento, al ricorrere di requisiti (esplicitati nel regolamento) ancorché parzialmente diversi tuttavia potenzialmente sovrapponibili³¹.

Pur considerando l'esistenza di precedenti di prassi favorevoli³², sarebbe comunque opportuna una conferma da parte dell'Amministrazione finanziaria.

5. Conclusioni

Si sono dunque evidenziate alcune rilevanti questioni interpretative, del regime di esenzione per gli Investimenti Qualificati di Casse di Previdenza e Fondi Pensione, che richiederebbero un intervento organico dell'Amministrazione finanziaria volto a dare ai responsabili dei suddetti enti nonché ai gestori

³¹ I vincoli d'investimento previsti per i FVC sono astrattamente compatibili con quelli previsti ai fini dei PIR alternativi.

³² Si vedano, in particolare, le Circ. 3/2018 e 19/2021 in cui è stata confermata la possibilità di cumulare l'agevolazione per investimenti in OICR prevalentemente investiti in startup e PMI innovative di cui all'art. 29 del D.L. n. 179/2012 con l'agevolazione relativa agli OICR PIR alternativi.

di FVC quelle indicazioni operative che consentano di far funzionare appieno l'incentivo finalizzato a destinare risorse all'economia reale e all'innovazione.

Come si è detto le aree su cui sarebbero necessarie opportune conferme riguardano principalmente: (i) il funzionamento nel tempo della Soglia Minima e la stabilità dell'incentivo per quegli investimenti che soddisfano la condizione di accesso; (ii) la determinazione del vincolo di investimento del 70% e la possibilità di gestirlo in modo flessibile e neutrale durante la vita del fondo; (iii) la cristallizzazione del beneficio fiscale maturato al momento dell'investimento anche laddove le scelte del gestore del FVC, operate con diligenza e nell'interesse dei partecipanti, comportino *ex post* il mancato raggiungimento della percentuale prevista; (iv) l'applicazione del beneficio nelle ipotesi di investimento indiretto tramite FOF; (v) la definizione di PMI Ammissibile; (vi) la possibilità di cumulo delle agevolazioni con quella degli OICR PIR alternativi.

E' auspicabile che l'approccio verso questa disciplina sia caratterizzato da una condivisione degli obiettivi di *policy* a cui essa è orientata e sia fondato su un costruttivo confronto con gli operatori e con le dinamiche gestionali che caratterizzano l'attività di questo specifico settore finanziario.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
