



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Banche e Intermediari Finanziari*

**I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO: PROSPETTIVE
DI SVILUPPO FINANZIARIO E LEGAMI CON
L'ECONOMIA REALE**

Relatore:

Mirella Pellegrini

Correlatore:

Concetta Brescia Morra

Candidato:

Daniele Nunziato

Matricola: 674721

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

Indice

INTRODUZIONE.....	- 2 -
--------------------------	--------------

- CAPITOLO I -

ECONOMIA REALE E FINANZA.....	- 7 -
--------------------------------------	--------------

1.1 Dall'abbandono del Gold Exchange Standard ai giorni nostri.....	- 8 -
---	-------

1.2 La crisi finanziaria globale, gli effetti sull'economia reale.....	- 13 -
--	--------

1.3 Il fenomeno del Credit Crunch.....	- 23 -
--	--------

- CAPITOLO II -

LE IMPRESE ITALIANE TRA CRISI E NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO	- 34 -
---	---------------

2.1 Il costo del credito e la dipendenza dal canale bancario.....	- 34 -
---	--------

2.2 I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese	- 40 -
---	--------

2.2.1 Mini-bond	- 40 -
-----------------------	--------

2.2.2 Lending Based Crowdfunding: le piattaforme di peer-to-peer lending	- 48 -
---	--------

2.2.3 Equity Crowdfunding	- 56 -
---------------------------------	--------

2.3 La Capital Market Union.....	- 62 -
----------------------------------	--------

- CAPITOLO III -

I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO..... - 66 -

Introduzione: L'effetto dei tassi a zero: come cambia
il risparmio degli italiani nelle scelte di investimento - 66 -

3.1 La legge di Bilancio 2017: Introduzione dei PIR - 71 -

3.1.1 Le stime del Governo sulle adesioni e le aspettative
dell'industria del Risparmio Gestito - 71 -

3.2 Caratteristiche dei PIR - 79 -

3.3 Analisi dell'universo investibile dei PIR..... - 88 -

3.4 Il confronto con le esperienze estere - 94 -

3.5 Prospettive d'impatto sull'Economia Reale - 97 -

3.6 L'offerta delle principali SGR - 104 -

3.7 I PIR nell'ambito della consulenza finanziaria - 110 -

CONCLUSIONI..... - 114 -

BIBLIOGRAFIA - 118 -

SITOGRAFIA - 1 -

INTRODUZIONE

L'obiettivo del lavoro è quello di andare ad analizzare in modo dettagliato i Piani Individuali di Risparmio, introdotti con la Legge di Bilancio 2017, e quindi di stimarne l'impatto che potenzialmente potranno avere sull'economia reale nazionale in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

I Piani Individuali di Risparmio possono essere definiti come dei contenitori nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni, in strumenti finanziari e liquidità beneficiando di vantaggi fiscali. Tale intervento normativo proviene proprio dall'esigenza di mettere in atto un significativo incentivo fiscale finalizzato ad indirizzare il risparmio delle famiglie italiane verso investimenti produttivi in imprese italiane, in maniera stabile e duratura. L'ottica secondo la quale il lavoro viene condotto pone l'analisi dei Piani Individuali di Risparmio a valle della definizione del contesto macroeconomico di riferimento e dei fattori principali che lo hanno determinato.

Nel primo Capitolo viene mostrato come lo scenario di fronte al quale ci troviamo al giorno d'oggi è frutto di una crescita esponenziale del ruolo del sistema finanziario, esplicitasi a partire dall'abbandono del sistema di *Bretton Woods*, nel 1973. Questo evento può essere definito come un vero e proprio momento di svolta nella storia dell'economia, in seguito al quale la finanza, che aveva avuto sino ad allora un ruolo marginale, si espande fino a diventare il perno attorno a cui ruota l'intero sistema economico mondiale. È proprio a causa dell'espansione protratta nel tempo del divario tra economia reale e finanza, che si sono verificati nel corso della storia recente eventi che hanno provocato *shock* di mercato fortemente negativi per l'economia mondiale. Il più importante tra questi è sicuramente rappresentato dalla crisi finanziaria globale, la quale ha colpito il centro del sistema finanziario internazionale contagiando lentamente, in maniera significativa, l'economia reale del mondo intero. I suoi effetti di lungo termine sull'economia reale, che sono discussi ampiamente nel corso del primo Capitolo, sono sostanzialmente alla base del

rallentamento economico internazionale che si è verificato negli ultimi anni. Gli effetti di quest'ultima hanno gravato sul sistema bancario in termini di compressione di margini, erosione di capitale, ma soprattutto per quanto riguarda l'offerta del credito, con forti ripercussioni sull'economia reale. A tal proposito, l'ultima parte del primo Capitolo è dedicata all'analisi di uno dei più incisivi effetti di lungo periodo della crisi finanziaria globale, ovvero l'avvento di un'epoca all'insegna di una fortissima stretta creditizia.

Il fenomeno del *credit crunch* è stato di carattere globale e ha riguardato tutte le principali economie del mondo. Tuttavia, a causa delle particolari condizioni strutturali di diverse economie nazionali, in Europa il problema dell'accesso al credito ha avuto un'intensità maggiore. Fino allo scoppio della crisi, le condizioni di accesso al credito erano particolarmente favorevoli, nonostante la debolezza della redditività operativa delle imprese, anche per effetto di una crescente concorrenza da parte degli intermediari di piccole dimensioni nei confronti delle maggiori banche. Il carattere fortemente banco-centrico del nostro sistema economico ha fatto sì che a seguito dello scoppio della crisi, le condizioni di offerta del credito verso le imprese italiane sono diventate molto più restrittive, soprattutto a causa delle forti tensioni a cui sono stati esposti i bilanci bancari. Proprio questo contesto ha portato allo sviluppo del *credit crunch*, con il conseguente profilarsi di una ripresa economica molto lenta.

Durante il secondo Capitolo, viene posto l'accento sulle nuove forme di finanziamento che stanno sviluppando le imprese, in alternativa al tradizionale canale di finanziamento bancario. Possiamo osservare, in questo senso, come sistema bancario e sistema imprenditoriale sono legati da una relazione inscindibile, presentando un andamento parallelo sia nelle fasi espansive dell'economia e del credito, sia durante i periodi di recessione. Non essendo in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali, la maggior parte delle imprese italiane, per le loro esigenze finanziarie, fa riferimento principalmente, se non in maniera completa, al finanziamento presso il canale bancario. Questo fenomeno si verifica non solo con riguardo alle Piccole e Medie Imprese, ma anche in casi relativi a società abbastanza

grandi nelle quali, spesse volte, la natura familiare della proprietà determina una scarsa propensione alla quotazione in Borsa. Il principale effetto che ne consegue è una minore diversificazione delle fonti di finanziamento a causa di una possibilità limitata di collocare sul mercato obbligazioni sottoscrivibili da investitori istituzionali.

La dipendenza delle imprese dal canale bancario è stato uno dei fattori che ha inciso maggiormente sul *credit crunch*, soprattutto in termini dell'effettivo credito a disposizione. Sotto questo profilo, risulta chiaro come il razionamento del credito abbia gravato di più sulle piccole e medie imprese che, oltre ad avere più difficoltà ad accedere a canali alternativi di finanziamento, rappresentano la maggior parte dell'economia nazionale. Di conseguenza, si sono diffuse proprio in questo contesto nuove forme di finanziamento a cui le imprese possono far ricorso, in un'ottica di disintermediazione bancaria, come i *Mini-bond*, le piattaforme di *peer-to-peer lending* e l'*equity crowdfunding*. Nello sviluppo del secondo Capitolo, si procede focalizzando l'attenzione sul funzionamento di quest'ultime e, più in generale, sulle loro principali caratteristiche.

Nel terzo ed ultimo Capitolo, viene sviluppato in tutti i suoi aspetti l'argomento principale del lavoro, i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Dopo una breve panoramica su come è distribuita la ricchezza in attività finanziarie delle famiglie italiane, e su come gli investitori abbiano cambiato le scelte di investimento nell'epoca dei tassi a zero, si procede a discutere le principali motivazioni che hanno spinto il Governo ad introdurre i PIR. Il punto di partenza nell'andare ad introdurre i Piani Individuali di Risparmio è stato sicuramente la consapevolezza che il tessuto imprenditoriale italiano ha capacità di innovare, trovare prodotti, penetrare in nuovi mercati e soprattutto di esportare. La principale finalità del legislatore, quindi, può essere identificata proprio nel voler andar a far confluire la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane in imprese italiane, soprattutto PMI. La maggior parte di investimenti nelle nostre imprese al giorno d'oggi proviene da capitali esteri. Sostanzialmente, questo dato sottolinea come il provvedimento che istituisce i PIR sia proprio finalizzato a far crescere la quota delle attività finanziarie delle famiglie investita

nell'economia nazionale. Infatti, in un Paese con forte propensione al risparmio come il nostro, è di fondamentale importanza per la ripresa economica che una parte maggiore di questa ricchezza sia canalizzata verso l'economia reale, e che quindi ci siano anche i giusti presupposti per far sì che ciò accada.

Successivamente, si compie una disamina della normativa che ha introdotto i PIR, al fine di approfondire al meglio le caratteristiche di questa nuova modalità di investimento analizzando i vincoli di composizione del portafoglio, i benefici fiscali e i limiti all'investimento annuale e complessivo. I vantaggi fiscali offerti dai PIR consistono nell'esenzione da tassazione sui redditi generati dagli investimenti e nell'esenzione dall'imposta di successione a condizione che l'investimento rispetti dei vincoli nella composizione del portafoglio del piano, che il periodo di detenzione dell'investimento non sia inferiore a cinque anni e che venga rispettato il limite dell'investimento annuale pari a 30.000 euro annui e complessivamente pari a 150.000 euro. I PIR vanno a investire almeno il 70% del loro patrimonio in strumenti finanziari emessi da società residenti in Italia o società di stati membri della UE o dello SEE che abbiano una stabile organizzazione nel nostro paese. Inoltre, del suddetto 70%, deve essere investito in società non appartenenti all'indice FTSE MIB o simili.

Il nodo centrale del funzionamento dei Piani Individuali di Risparmio può essere identificato sicuramente nell'agevolazione fiscale che permettono di conseguire. Proprio questo aspetto è considerato di centrale importanza per il Governo, ai fini di veicolare più risparmio possibile nei PIR e quindi andare a far confluire maggiori risorse nell'economia reale. Di conseguenza, viene analizzato anche l'universo investibile dei PIR, in particolare la quota parte che riguarda le PMI, soffermandosi sulle caratteristiche del mercato, i principali indicatori economici e i relativi mercati di borsa.

In seguito ad una panoramica relativa alle simili esperienze estere di successo, si prosegue a stimare le prospettive di impatto dei PIR sull'economia reale nazionale, in termini di flussi attesi. In tale ambito, il punto di partenza sta nell'andare a considerare l'insieme dei potenziali sottoscrittori di un prodotto PIR *compliant* come quota percentuale del totale dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento e fondi pensione, al 31 dicembre 2016. La previsione viene condotta sull'orizzonte temporale dei prossimi cinque anni e ha la finalità di stimare i potenziali flussi che possono

confluire nell'economia reale nazionale, sia sotto forma di azioni, che strumenti di debito, emessi dalle Piccole e Medie Imprese italiane.

Il lavoro procede quindi con la classificazione dei prodotti PIR *compliant* che costituiscono, ad oggi, la principale offerta delle SGR italiane e si conclude andando a porre l'accento su come i PIR si collochino nell'ambito della consulenza finanziaria. In questo ultimo passaggio, si pone una particolare attenzione su quali dovrebbero essere le regole che ogni investitore dovrebbe seguire prima di sottoscrivere un PIR, andando a mettere in risalto quindi i principali rischi da considerare.

- CAPITOLO I -

ECONOMIA REALE E FINANZA

La stretta connessione che lega Economia Reale e Finanza ha rappresentato, da sempre, un aspetto centrale nell'analisi dei fenomeni che si verificano all'interno del sistema economico mondiale.

Per Economia Reale si intende l'ambito della vita economica direttamente collegato alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi. Considerando l'economia propria di un singolo Paese, possiamo ricondurre la definizione di economia reale all'indicatore del PIL (Prodotto Interno Lordo).

Il PIL, o meglio detto GDP (*Gross Domestic Product*), rappresenta il valore complessivo dei beni e servizi finali prodotti all'interno di un Paese, in un certo intervallo di tempo, generalmente l'anno. Il PIL inoltre può essere anche definito come il valore della ricchezza o del benessere di un Paese¹.

Al contrario, possiamo definire con il termine Finanza quella disciplina economica che studia i processi di investimento e finanziamento operati da individui, imprese, enti, organizzazioni e Stati al fine di gestire i flussi monetari nel tempo, in termini di raccolta, allocazione e usi. Inoltre, la Finanza comprende tutte le tipologie di strumenti finanziari attraverso i quali avvengono gli scambi di flussi di denaro, nonché l'intero complesso dei mercati finanziari sui quali tali strumenti vengono negoziati.

Le due anime dell'economia, quindi, appaiono per definizione complementari l'una all'altra. Per analizzare al meglio il rapporto che le lega, occorre andare a ripercorrere alcuni passaggi fondamentali relativi alla storia economica mondiale, che permettono di comprendere al meglio come al giorno d'oggi si registri un netto distacco tra le due.

¹ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pil.htm, Borsa Italiana, *Che cos'è il PIL?*, agg. 2007

1.1 Dall'abbandono del Gold Exchange Standard ai giorni nostri

Nel contesto odierno dell'economia mondiale la finanza riveste un ruolo centrale e si presenta come una componente fondamentale del sistema economico, soprattutto per la notevole influenza verso le politiche e le decisioni dei governi di tutto il mondo. Lo scenario di fronte al quale ci troviamo oggi, è frutto di una crescita esponenziale del ruolo del sistema finanziario, esplicitasi a partire dall'abbandono del sistema di *Bretton Woods*, nel 1973. Possiamo definire questo evento come un vero e proprio momento di svolta nella storia dell'economia, in seguito al quale la finanza, che aveva avuto sino ad allora un ruolo marginale, si espande fino a diventare il perno attorno a cui ruota l'intero sistema economico mondiale.

Gli accordi di *Bretton Woods* furono il primo esempio nella storia del mondo di un ordine monetario internazionale totalmente concordato, pensato per governare i rapporti monetari fra stati nazionali indipendenti. Nel luglio del 1944, sul finire della seconda guerra mondiale, 730 rappresentanti di 44 paesi alleati si riunirono nella città di *Bretton Woods (New Hampshire)*, per la conferenza monetaria e finanziaria delle Nazioni Unite (*United Nations Monetary and Financial Conference*) con l'obiettivo di sancire i nuovi accordi che avrebbero regolato i rapporti commerciali e finanziari nel dopoguerra tra i paesi industrializzati del mondo.

I preparativi della conferenza cominciarono nell'aprile del 1944, quando, dopo una fase di lunghe trattative, avvenne la stesura di un documento comune, il *Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund*².

Ripercorrendo i tratti più significativi degli accordi, possiamo osservare come questi portarono al ritorno ad un sistema monetario fondato su cambi fissi. La convertibilità in oro del solo dollaro statunitense, con la conseguenza che tutte le altre valute si sarebbero potute convertire in dollari, delineava i tratti di un sistema dollaro-centrico. Nacque così il *Gold Exchange Standard*. I cambi tra le diverse valute, da allora, dovevano essere definiti ponendo l'oro come metro di riferimento. Questo presupposto portò ogni Paese a dichiarare la parità della propria moneta con l'oro, e di conseguenza i commerci internazionali avverranno, da quel momento, per la maggior parte in dollari. Secondo gli accordi di *Bretton Woods*, le varie valute potevano registrare nel

² Cfr. F. Casarano, *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Bari, 2001, p.121,125

corso del tempo variazioni comprese in un intervallo massimo dell'1% in rialzo o in ribasso rispetto al valore target.

Il rispettare la parità fissata con l'oro, inoltre, obbligava ad una intrinseca restrizione nell'emissione monetaria della stessa valuta "di ultima istanza", convertibile in oro. In questo modo si poteva arginare la crescita della liquidità internazionale, permettendo alle istituzioni del sistema monetario internazionale di tenere sotto controllo la parità e di gestire i necessari aggiustamenti dei cambi, conseguenti agli squilibri provocati dagli scambi commerciali. Il verificarsi degli squilibri veniva contrastato dall'effetto provocato dalle modifiche indotte sulla convenienza delle importazioni e delle esportazioni, per l'aggiustamento dei rapporti di cambio³.

In questo contesto era fondamentale il ruolo di ciascuna delle Banche Centrali Nazionali, che avevano il compito di salvaguardare il rispetto dei limiti massimi, in modo tale da stabilizzare la parità con le altre valute, evitando eccessive svalutazioni o rivalutazioni della moneta locale. Fu fatta eccezione soltanto per la Banca Centrale statunitense, che non doveva effettuare operazioni al fine di mantenere la parità, dato che il dollaro era l'unica moneta convertibile in oro, e quindi erano tutti gli altri Stati a dover far fronte alle oscillazioni della propria valuta nazionale rispetto all'oro e, di conseguenza, al dollaro.

Il *Gold Exchange Standard*, di fatto, tutelava gli interessi degli Stati Uniti, paese con le più alte riserve auree a quel tempo (quasi il 60% dello stock mondiale alla fine del 1945; sfioreranno il 75% alla fine del 1949 superando le 22.000 tonnellate)⁴. Inoltre, a differenza del sistema monetario che lo precedette (*Gold Standard*), prevedeva che la mobilità dei capitali doveva essere limitata, favorendo contemporaneamente un assetto liberista.

La stabilità dei cambi era garantita dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), che fu creato proprio con gli accordi di *Bretton Woods*. Il FMI aveva il compito di equilibrare gli squilibri causati dai pagamenti internazionali e disponeva di un fondo composto dalle varie valute nazionali, a cui ogni Paese contribuiva periodicamente in maniera proporzionale alla quota sottoscritta. Proprio tramite questo strumento, il FMI poteva, se necessario, erogare prestiti alle Banche Centrali dei Paesi membri dell'accordo in

³ Cfr. G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, p.12

⁴ Cfr. F. Casarano, *Op. cit.*, p.123

caso di un'eccessiva svalutazione o rivalutazione della propria valuta. Solo nel caso di particolari situazioni di carattere strutturale, c'era la possibilità di concedere una svalutazione maggiore a quella prevista dai limiti. L'obiettivo principale del Fondo Monetario Internazionale, oltre al perseguire la stabilità monetaria, era quello di ricostruire un commercio internazionale aperto e multilaterale.

Parallelamente alla creazione del FMI, ci fu l'istituzione della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BIRS), ovvero la Banca Mondiale, che perseguiva la finalità di sostenere i paesi dilaniati dalla guerra erogando prestiti a condizioni agevolate, per favorirne la ricostruzione.

Possiamo osservare, quindi, come le istituzioni di *Bretton Woods* si reggevano sul principio della strumentalità delle transazioni monetarie agli scambi commerciali. Non solo il sistema monetario internazionale, ma anche le istituzioni nazionali erano in questo ambito il punto apicale di un sistema di regole che “*presupponeva l'esistenza di controlli efficaci su movimenti dei capitali destabilizzanti da parte dei singoli stati*”⁵. La caratteristica principale della regolazione, infatti, era il sussistere del divieto generale di esportazione di valuta, e di divieti nazionali tra i quali quello relativo all'investimento di capitali esteri e al collocamento di titoli del debito pubblico che non fossero quelli dello stato nazionale. L'intera regolazione statale della finanza pubblica e privata definiva un quadro istituzionale dei mercati finanziari che escludeva alla radice ogni possibilità legale di movimenti di capitali speculativi⁶.

Nel sistema dei cambi fissi di Bretton Woods, dunque, era implicito il rispetto di un divieto generalizzato di movimenti dei capitali svincolati dagli scambi commerciali. Questo “*si fondava sul principio che l'espansione degli scambi di merci e servizi sarebbe stato l'obiettivo primario e che al conseguimento di questo obiettivo il sistema dei cambi avrebbe dovuto essere subordinato*”⁷.

Il principio fondante di libero scambio, infatti, era riferito solo alle merci e ai servizi. La liberalizzazione degli scambi commerciali era causa delle transazioni monetarie atte a regolare i relativi pagamenti. Non erano ammessi movimenti monetari in assenza di transazioni relative a merci e servizi⁸.

⁵ Cfr. G. Carli, *Economia società istituzioni*, Milano, 1989, p.5

⁶ Cfr. G. Di Gaspare, *Op. cit.*, p.12

⁷ G. Carli, *cit.*, 1986

⁸ Cfr. G. Di Gaspare, *Op. cit.*, p.10 e ss.

Il sistema mantenne la sua efficacia fino agli inizi degli anni '70, controllando i principali conflitti economici e perseguendo gli obiettivi comuni degli stati facenti parte dell'accordo. L'elevata spesa pubblica statunitense mise in crisi il sistema: la forte emissione di dollari e il crescente indebitamento causarono un aumento esponenziale delle richieste di conversione delle riserve in oro, e fu annunciata dal Presidente degli Stati Uniti Richard Nixon, nel 1971, la sospensione della convertibilità del dollaro in oro. Di seguito, nello stesso anno, gli accordi di *Bretton Woods* terminarono irrevocabilmente quando i paesi del G-10 firmarono lo *Smithsonian Agreement*, svalutando il dollaro e dando inizio alla fluttuazione dei cambi. Ogni legame delle monete estere con il dollaro fu definitivamente reciso nel 1973, e il sistema dollaro-centrico fu sostituito dal sistema a cambi flessibili.

Possiamo notare come, solo dopo che il sistema monetario internazionale ha reciso l'ancoraggio all'oro, i movimenti speculativi di capitale hanno potuto acquistare in maniera crescente l'attuale assoluta predominanza. Tramite appunto la liberalizzazione è concepibile l'esplicarsi della volatilità dei cambi e dei tassi, e, conseguentemente, movimenti di capitale finalizzati a lucrare sui differenziali dei tassi di interesse e di cambio. Proprio in questa incertezza, si radica la speculazione finanziaria atta a ricercare occasioni di guadagno anche semplicemente tramite la conversione di capitale da una valuta all'altra (*curry trade*).

Nel sistema economico mondiale fino all'abbandono del *Gold Exchange Standard*, la subordinazione della circolazione monetaria determinava un equilibrio nell'economia reale, nelle transazioni di beni e servizi, con aggiustamenti conseguenti dei cambi tra le monete. La possibilità di movimenti speculativi dei capitali, al contrario, ha portato ad un diverso equilibrio, in cui gli scambi commerciali sono strumentali alla liberalizzazione dei movimenti di capitale⁹.

Il progressivo distacco che si è venuto a creare tra Economia reale e Finanza, dall'abbandono di Bretton Woods al giorno d'oggi, si esplica proprio nella differenza, in termini percentuali, tra movimenti speculativi di capitale e quelli collegati a transazioni commerciali.

All'epoca di Bretton Woods i movimenti speculativi di capitale erano inesistenti. Negli anni Duemila, invece, i movimenti di capitale non dipendenti da transazioni

⁹ Cfr. G. Di Gaspare, *Op. cit.*, p.12 e ss.

commerciali sono diventati circa l'85% dei movimenti monetari internazionali. Questo vuol dire che le contropartite per "transazioni reali", importazioni ed esportazioni secondo lo schema ammesso da Bretton Woods, sono negli anni Duemila appena il 15% del totale delle transazioni monetarie, nonostante anche il commercio mondiale sia nello stesso periodo triplicato¹⁰.

Nel 2013, ad esempio, l'ammontare delle attività finanziarie globali a fine anno è stato pari a 993 mila miliardi di dollari contro i 75 mila miliardi di dollari del Prodotto Interno Lordo mondiale. Andando ad analizzare il dato riguardante le attività finanziarie possiamo notare come dell'ammontare complessivo solo 283 mila miliardi attengono alla cosiddetta finanza primaria, dunque azioni, obbligazioni e attivi bancari. La restante parte, ben 710 mila miliardi di dollari, rappresentano prodotti derivati scambiati al di fuori dei mercati regolamentati, dei quali solo una minima componente è legata a transazioni attinenti all'economia reale. A fronte di un rapporto tra finanza primaria e PIL che si è mantenuto pressoché stabile, è proprio la componente dei derivati che risulta aver subito una crescita esponenziale negli ultimi anni, fino ad arrivare ad un valore pari a dieci volte il PIL mondiale nel 2013¹¹.

I movimenti monetari oggi avvengono per la maggior parte per motivi speculativi, mentre gli scambi commerciali risultano, al confronto, marginali nel totale. Possiamo osservare come la completa inversione di questi rapporti è stata causata principalmente dalla fluttuazione dei cambi. Questa è considerata un effetto ineliminabile della liberalizzazione dei capitali e, parallelamente alla fluttuazione dei tassi di interesse, alimenta la speculazione¹².

In conclusione, si può ragionevolmente affermare l'avvenuto ribaltamento del macro-paradigma della strumentalità della moneta all'economia reale proprio dell'epoca del *Gold Exchange Standard*, oggi chiaramente visibile nel dato dell'asservimento dell'economia reale alla speculazione finanziaria¹³.

¹⁰ Cfr. J. Ziegler, *La privatizzazione del mondo*, Milano, 2005, p.73

¹¹ disponibile su: La Repubblica, www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza, Marco Panara, *Finanza: un trilione di dollari che soffoca l'economia reale*, agg. 2014

¹² Cfr. F. Morin, *Un monde sans Wall Street?*, Parigi, 2011, p.57

¹³ Cfr. G. Di Gaspare, *Op. cit.*, p.13

1.2 La crisi finanziaria globale, gli effetti sull'economia reale

La crisi finanziaria internazionale, scoppiata nell'estate del 2007, può essere definita come la più importante dal dopoguerra ai giorni nostri. La crisi finanziaria globale, infatti, ha colpito il centro del sistema finanziario internazionale contagiando lentamente, in maniera significativa, l'economia reale del mondo intero. I suoi effetti di lungo termine sull'economia reale sono alla base del rallentamento economico internazionale che si è verificato negli ultimi anni.

Comprendere le radici di questa crisi è di fondamentale importanza per avere consapevolezza del nuovo scenario in cui gli operatori finanziari si trovano ad agire al giorno d'oggi, caratterizzato da un'elevata instabilità finanziaria e da una fragilità del sistema bancario internazionale.

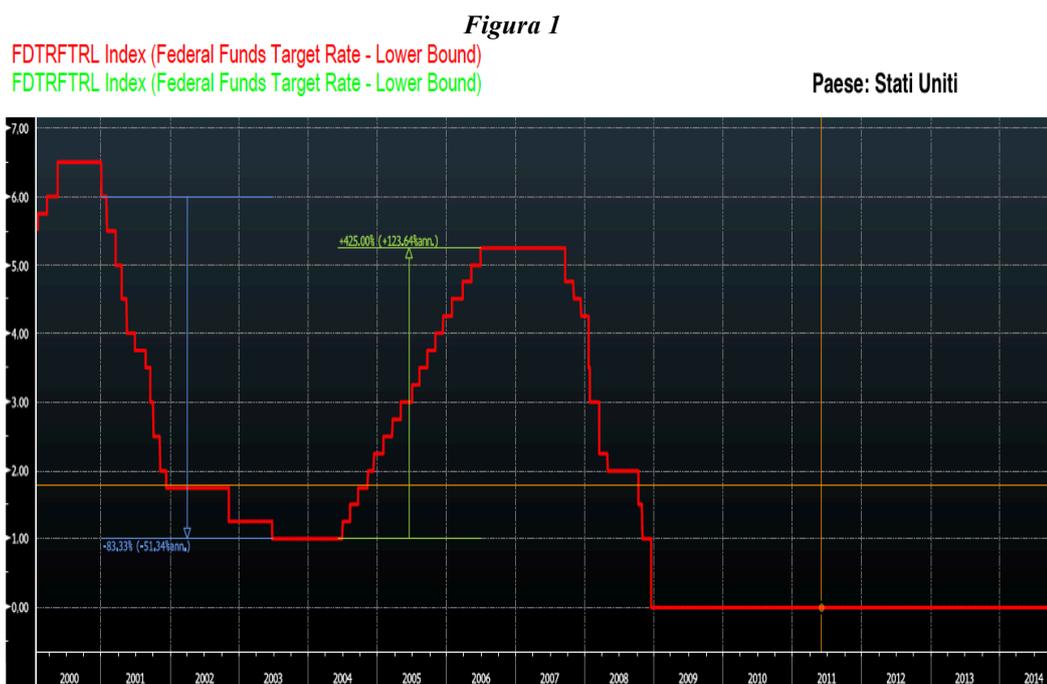
Prima di esporre le fasi della crisi è opportuno ripercorrere alcuni passaggi storici di fondamentale importanza, antecedenti all'inizio della stessa. La crisi subprime affonda le sue origini nell'abbandono del *Gold Exchange Standard* e nella deregolamentazione finanziaria che ha avuto inizio negli anni Ottanta negli Stati Uniti, producendo degli effetti negativi che furono intensificati dalla politica monetaria espansiva messa in atto dalla Federal Reserve in risposta al crollo della *new economy*¹⁴.

Dall'inizio del 2001 al giugno del 2003, la riduzione del tasso di interesse di policy (*Monetary Policy Rate*) operata dalla FED, dal livello del 6% all'1% (*Figura n.1- p.9*), incoraggiò le famiglie americane ad aumentare l'indebitamento per l'acquisto di abitazioni, scommettendo così sul continuo apprezzamento degli immobili. Questo scenario portò all'inizio di una folle corsa al rialzo dei prezzi nel mercato immobiliare. In presenza della regolamentazione finanziaria di allora, che non era in grado di riconoscere per tempo gli effetti negativi di un eccessivo livello di indebitamento, la crescita del valore degli immobili e il conseguente incremento del rapporto tra mutui cartolarizzati e mutui erogati rese possibile una significativa riduzione degli standard

¹⁴ *New economy*: Insieme dei fenomeni economici, ma anche sociali e culturali, associati all'impetuoso sviluppo delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni (ICT), che ha caratterizzato l'ultimo scorcio del 20° sec. a partire dagli Stati Uniti per poi estendersi agli altri Paesi industrializzati. (disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/), Dizionario di Economia e Finanza - Enciclopedia Treccani, agg. 2012)

crediti. Il risultato quindi fu quello di far accedere a finanziamenti anche soggetti a rischio, dalle capacità di rimborso molto basse, i cosiddetti clienti *subprime*¹⁵.

Le prime conseguenze negative della situazione venutasi a creare si registrarono nell'arco di tempo che va dal giugno 2004 al giugno 2006, periodo nel quale la FED, invertendo la rotta, portò il tasso di interesse di policy dall'1% al 5,25% (*Figura n.1*).



Fonte: Bloomberg

Ciò provocò un significativo rialzo dei tassi dei mutui a tasso variabile, generando un aumento delle insolvenze, soprattutto sul segmento dei mutui subprime. In questo modo una conseguente riduzione della domanda sul mercato immobiliare frenò l'aumento dei prezzi. Il default sul segmento subprime descritto finora, contagiò molto presto i mercati finanziari. Possiamo osservare come i mutui insolventi rispecchiavano il flusso dei pagamenti di obbligazioni strutturate come le *Asset-backed Securities*¹⁶ e

¹⁵ I *Subprime* sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti "ad alto rischio". Sono chiamati prestiti *subprime* perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (*prime*) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili. (disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm, Borsa Italiana, *Cosa sono i subprime?*, agg. 2007)

¹⁶ *Asset-backed Securities*: strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste, infatti, pagano al detentore una serie di cedole a scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili.

le *Collateralized Debt Obligation*¹⁷ che erano state sottoscritte da un ampio parco di investitori internazionali.

Nei mesi successivi, il mercato perde fiducia nei confronti delle agenzie di rating riguardo l'effettiva capacità nello stimare la probabilità di default di questi titoli, a seguito dell'annuncio di forti *downgrades*. In questo contesto, gli operatori finanziari improvvisamente si accorsero di non disporre di sufficienti informazioni per valutare il rischio di questi strumenti finanziari. A questo punto, possiamo osservare come la crisi finanziaria internazionale, scoppiata nell'agosto del 2007, attraversa quattro fasi, elencate di seguito:

1. Agosto 2007 – marzo 2008: dal suo inizio al salvataggio di Bear Stearns;
2. Marzo 2008 – settembre 2008: dal salvataggio di Bear Stearns al fallimento di Lehman Brothers;
3. Metà settembre 2008 – Fine ottobre 2008: dal fallimento di Lehman Brothers al crollo dei mercati finanziari internazionali;
4. Fine ottobre 2008 – Metà marzo 2009: dal crollo dei mercati finanziari internazionali alla recessione mondiale;

Prima fase: agosto 2007 – marzo 2008

Il 9 agosto 2007 la crisi dei subprime diventò globale, intensificandosi rapidamente ed estendendosi in pochi mesi a tutti i principali mercati e aree, con effetti conseguenti sulla domanda e sulla produzione a partire dal 2008¹⁸. A fronte dell'impossibilità di stabilire il valore dei titoli legati ai mutui subprime in portafoglio da parte di tre fondi di investimento europei, che di seguito furono congelati, in brevissimo tempo si diffuse il panico sui principali mercati finanziari internazionali. In questa fase, si verificarono effetti sui mercati finanziari quali il crollo dei prezzi, una progressiva mancanza di liquidità, l'aumento dei differenziali di interesse e forti ribassi soprattutto sui mercati azionari. L'elevata incertezza che avvolse i mercati in cui vi erano scambiati strumenti

(disponibile su www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm/), Dizionario di Economia e Finanza - Enciclopedia Treccani, agg. 2012)

¹⁷ *Collateralized Debt Obligation*: Titoli obbligazionari il cui rimborso non si basa sulle prospettive di reddito o sulla liquidazione di cespiti della società emittente, ma esclusivamente su un insieme di asset sottostanti (*collaterale*). (disponibile su [www.treccani.it/enciclopedia/cdo_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/cdo_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)), Dizionario di Economia e Finanza - Enciclopedia Treccani, agg. 2012)

¹⁸ Cfr. M. Caivano, L. Rodano e Sivero S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana*, Roma, 2010, p.9

finanziari legati ai mutui *subprime*, prevalentemente mercati OTC (*Over the counter*), provocò la diffusione di un'avversione a sottoscrivere un'ampia gamma di titoli in tutti i mercati finanziari internazionali.

Dall'agosto 2007, gli intermediari che operavano nel cosiddetto "sistema bancario ombra"¹⁹ (*shadowbanking system*²⁰), non potendo più rinnovare i debiti a breve scadenza sul mercato della carta commerciale, iniziarono a fare ricorso alle linee di credito che possedevano presso molte banche statunitensi ed europee. La crisi di liquidità quindi contagiò anche le banche commerciali, le cui difficoltà emersero sul mercato interbancario, in cui le controparti diventarono poco intenzionate a fornire liquidità, temendo sviluppi inattesi del fabbisogno della stessa. Il conseguente effetto, in questo scenario, fu un significativo incremento dei tassi di interesse interbancari Euribor e Libor, che rese necessario l'intervento delle Banche centrali.

Dopo un periodo di calma apparente, all'inizio del marzo 2008 subentrarono nuove preoccupazioni causate da una crisi di liquidità che colpiva sempre più operatori finanziari. L'11 marzo 2008 la FED annunciò l'istituzione di una nuova linea di credito, la *Term Securities Lending Facility* (TSLF) con cui erogò prestiti per circa 200 miliardi di dollari in titoli di Stato, in cambio di altre forme di obbligazioni meno liquide. Nei giorni successivi, la stessa FED, tramite un'altra linea di credito, la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), si impegnò a prestare fondi, a breve termine e garantiti da collaterali, anche alle banche d'affari. Il tasso su queste operazioni era lo stesso applicato allo sportello di sconto per le banche commerciali.

Questa iniziativa rappresentò l'apertura delle *discount windows* anche alle suddette banche d'affari che, non essendo soggette alla regolamentazione della FED, per legge non potevano ricevere prestiti erogati con fondi pubblici.

Le grandi tensioni vissute dai mercati finanziari in questo arco di tempo, furono dovute anche alle forti difficoltà della banca statunitense Bear Stearns, che, a causa del deterioramento del proprio attivo, non riusciva a far fronte ai debiti a breve scadenza. Possiamo osservare come la banca statunitense era controparte di moltissime operazioni sui mercati derivati, ed un eventuale fallimento avrebbe potuto generare un

¹⁹ *Sistema bancario ombra*: quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione. (disponibile su: www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra, Consob, *Il sistema bancario ombra*, agg. 2016)

²⁰ L'espressione *Shadow Banking System* è stata introdotta per la prima volta da P. McCulley, *Teton Reflections*, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, 2007

pericoloso effetto domino. Pertanto, la FED decise di operare il salvataggio di Bear Stearns prestando 29 miliardi di dollari a JP Morgan Chase, al fine di facilitare l'acquisto della banca d'affari statunitense. Questa operazione assicurò parzialmente i mercati finanziari.

Nonostante le grandi tensioni, le turbolenze finanziarie connesse alla crisi esercitarono, in questo periodo, effetti poco significativi sull'attività economica. Il credito alle imprese cresceva a ritmi elevati e non vi furono chiare indicazioni di restrizioni dell'offerta. Gli scambi internazionali, in lieve flessione rispetto agli anni precedenti, ancora non mostrarono un sensibile deterioramento. È proprio nel secondo trimestre del 2008 che iniziò la fase di contrazione del PIL nazionale, registrando un ribasso di 1,3 punti percentuali nella media dell'anno²¹.

Seconda fase: marzo 2008 – settembre 2008

In questo periodo il sistema finanziario statunitense venne messo a dura prova. Le perdite finanziarie colpirono duramente due società, Freddie Mac e Fannie Mae, che, in pochi mesi, cedettero oltre il 70% del valore di borsa, rendendo inevitabile la loro nazionalizzazione. Successivamente, nel settembre del 2008, entrò in forte crisi la banca d'affari Lehman Brothers, molto esposta sul mercato immobiliare tramite operazioni finanziarie attuate mediante l'uso di strumenti derivati. A questo punto, i mercati si aspettavano un intervento delle autorità statunitensi, che però non arrivò. Il 15 settembre 2008, dopo oltre 150 anni di storia, Lehman Brothers dichiarò la più grande bancarotta della storia americana, annunciando debiti bancari per 613 miliardi di dollari.

Terza fase: metà settembre 2008 – fine ottobre 2008

Il fallimento della Lehman diede inizio alla fase più intensa della crisi. La compagnia assicurativa più grande al mondo a quel tempo, la American International Group (AIG), rischiava il fallimento a causa di scommesse azzardate sul mercato dei titoli derivati, operate contro il default di molti strumenti finanziari collegati al mercato mobiliare statunitense. Il 16 settembre, la FED fu costretta ad erogare alla AIG un prestito di 85 miliardi di dollari per salvarla dal fallimento.

²¹ Cfr. M. Caivano, L. Rodano e Sivero S., *Op. cit.*, p.9

Successivamente, la FED autorizzò Goldman Sachs e Morgan Stanley, le ultime due banche d'affari rimaste dopo che Merrill Lynch fu acquistata da Bank of America, a trasformarsi in banche commerciali, ponendo fine a una forma di capitalismo che ha dominato Wall Street per oltre trent'anni.

A questo punto possiamo osservare che la crisi finanziaria internazionale non poteva più essere risolta con interventi ad hoc, atti alla risoluzione di particolari controversie, ma c'era bisogno di una strategia per affrontare il problema nel suo insieme.

Verso la fine del settembre del 2008, il Segretario del Tesoro americano Henry Paulson propose un piano per l'acquisto, da parte del Governo, di una quantità pari a 700 miliardi di dollari di strumenti finanziari che stavano portando al fallimento molte altre banche. L'iniziale mancata approvazione della proposta da parte del Congresso, causò ingenti perdite su tutte le Borse mondiali. La forte tensione sui mercati finanziari continuò anche dopo che ci fu l'approvazione del piano il 2 ottobre, giorno dal quale divenne effettivamente operativo.

La crisi presto colpì in modo significativo anche il sistema finanziario europeo. In uno scenario di grande incertezza, soprattutto relativa alla qualità degli attivi bancari, la capitalizzazione di borsa delle maggiori banche mondiali, e quindi anche italiane, crollò nell'arco di poche settimane. Conseguentemente si amplificarono decisamente i segnali di peggioramento nelle condizioni di offerta del credito²².

Inoltre, la mancanza di liquidità sul mercato causò il susseguirsi di eventi come la nazionalizzazione della banca Glitnir in Islanda, il salvataggio del colosso finanziario Fortis e il sostegno dato al gruppo Dexia da parte dei Paesi del Benelux, la garanzia dei depositi delle sei maggiori banche nazionali da parte del Governo Irlandese, il sostegno ad Hypo Real Estate da parte del Governo Tedesco.

Inoltre, in quel periodo, il Governo Inglese annunciò un piano volto alla nazionalizzazione di un'ampia percentuale del sistema bancario del paese, mettendo in campo un intervento da oltre 460 miliardi di euro.

²² Cfr. M. Caivano, L. Rodano e Sivero S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana*, Roma, 2010, p.10

Quarta fase: fine ottobre 2008 – metà marzo 2009

In questa fase la crisi finanziaria globale investe l'economia reale. Possiamo osservare come si sia verificato un crollo di circa 16 punti percentuali del commercio internazionale tra il quarto trimestre del 2008 e il primo del 2009, di conseguenza anche l'attività economica mondiale subì una forte caduta, che si arrestò solo verso le metà del 2009. Una diminuzione significativa della domanda, con il seguente abbassamento delle esportazioni e il forte calo degli investimenti connesso a condizioni di offerta del credito sempre peggiori, portarono ad una contrazione del Prodotto Interno Lordo nazionale pari a 5.1 punti percentuali nel 2009²³.

In questo scenario di forte calo della domanda aggregata e di conseguente riduzione dell'inflazione, le autorità monetarie continuarono a rispondere agli effetti della crisi in maniera decisa e coordinata, attuando una serie di misure di politica monetaria non convenzionali mirate ad assicurare che il credito continui ad affluire all'economia. I tassi di interesse di policy della Banca Centrale Europea e della Federal Reserve raggiunsero livelli prossimi allo zero. Nel dicembre del 2008, la FED stabilì relativamente al tasso di riferimento un range tra lo 0% e lo 0,25%, comunicando l'intenzione di mantenerlo fin quando non si sarebbero avvertiti chiari segnali di ripresa. Al contrario, dall'ottobre 2008 al marzo 2009, la BCE tagliò progressivamente il tasso di riferimento di 2,75 punti percentuali, portandolo al livello dell'1,5%.

A partire dal secondo trimestre del 2009, la caduta dell'attività economica si riduce e l'inasprimento delle condizioni di credito si attenua progressivamente. Gli anni successivi all'ultima fase della crisi sono caratterizzati anche da un lento ritorno alla normalità in molti segmenti chiave dei mercati. Tra gli effetti significativi registrati sui mercati finanziari in questo periodo, possiamo notare una diminuzione della volatilità, segnali di ripresa sui principali mercati azionari e una lenta diminuzione del premio sulle obbligazioni corporate.

La recessione innescata dalla crisi finanziaria ha impattato violentemente l'intera economia mondiale, soprattutto se pensiamo alla sua entità, rapidità e diffusione, nonché ai considerevoli effetti che ha avuto sull'economia reale. Secondo le stime

²³ Cfr. M. Caivano, L. Rodano e Sivero S., *Op cit*, p.9 e ss.

dell'OCSE²⁴, la contrazione ha interessato tutte le principali economie, ed il prodotto interno lordo dei paesi industriali ha subito un crollo del 4% nel semestre che va dall'ottobre 2008 al marzo 2009. Conseguentemente, si è registrata nello stesso periodo una drastica riduzione del commercio internazionale, il cui volume si è ridotto di circa un sesto²⁵.

Possiamo osservare come l'inversione di tendenza, verificatasi a partire dalla metà del 2009, sia stata dovuta ad una pronta risposta delle Autorità monetarie in primis. Le politiche monetarie delle Banche Centrali, e le politiche fiscali attuate durante il proliferarsi della crisi, hanno ricoperto un ruolo di centrale importanza per la loro ampiezza e per l'elevato grado di coordinamento raggiunto a livello internazionale. L'adozione di politiche monetarie non convenzionali fu ben apprezzata dai mercati. Nell'estate del 2009, il Prodotto Interno Lordo cessò di contrarsi nella maggior parte delle principali economie.

Rivolgendo lo sguardo al nostro Paese, nonostante la più bassa vulnerabilità del mercato creditizio nazionale abbia permesso di contenere l'impatto della crisi, l'economia italiana è uno di quelle che ha risentito maggiormente della recessione globale. Infatti, il crollo delle nostre esportazioni, senza precedenti, è stato di gran lunga superiore a quello medio del commercio internazionale. Inoltre, un altro fattore non trascurabile è stato l'incremento del costo del credito che, benché il sistema bancario nazionale abbia riscontrato una buona tenuta, ha provocato una forte contrazione dei flussi di finanziamento alle imprese.

Secondo le stime di Banca d'Italia²⁶ la crisi finanziaria globale ha sottratto alla crescita del PIL nazionale ben 6,5 punti percentuali nel corso del triennio 2008-2010. In particolare, possiamo osservare che i fattori di crisi avrebbero contribuito ad un abbassamento del Prodotto quasi per 10 punti percentuali, per la maggior parte nel 2009. Al contrario, la risposta delle politiche economiche avrebbe smorzato l'impatto degli impulsi recessivi per circa 3,5 punti percentuali, considerando sempre il medesimo arco temporale. Analizzando i principali canali di trasmissione della crisi finanziaria sull'economia italiana, possiamo valutare la misura in cui ogni fattore di

²⁴ *Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico*

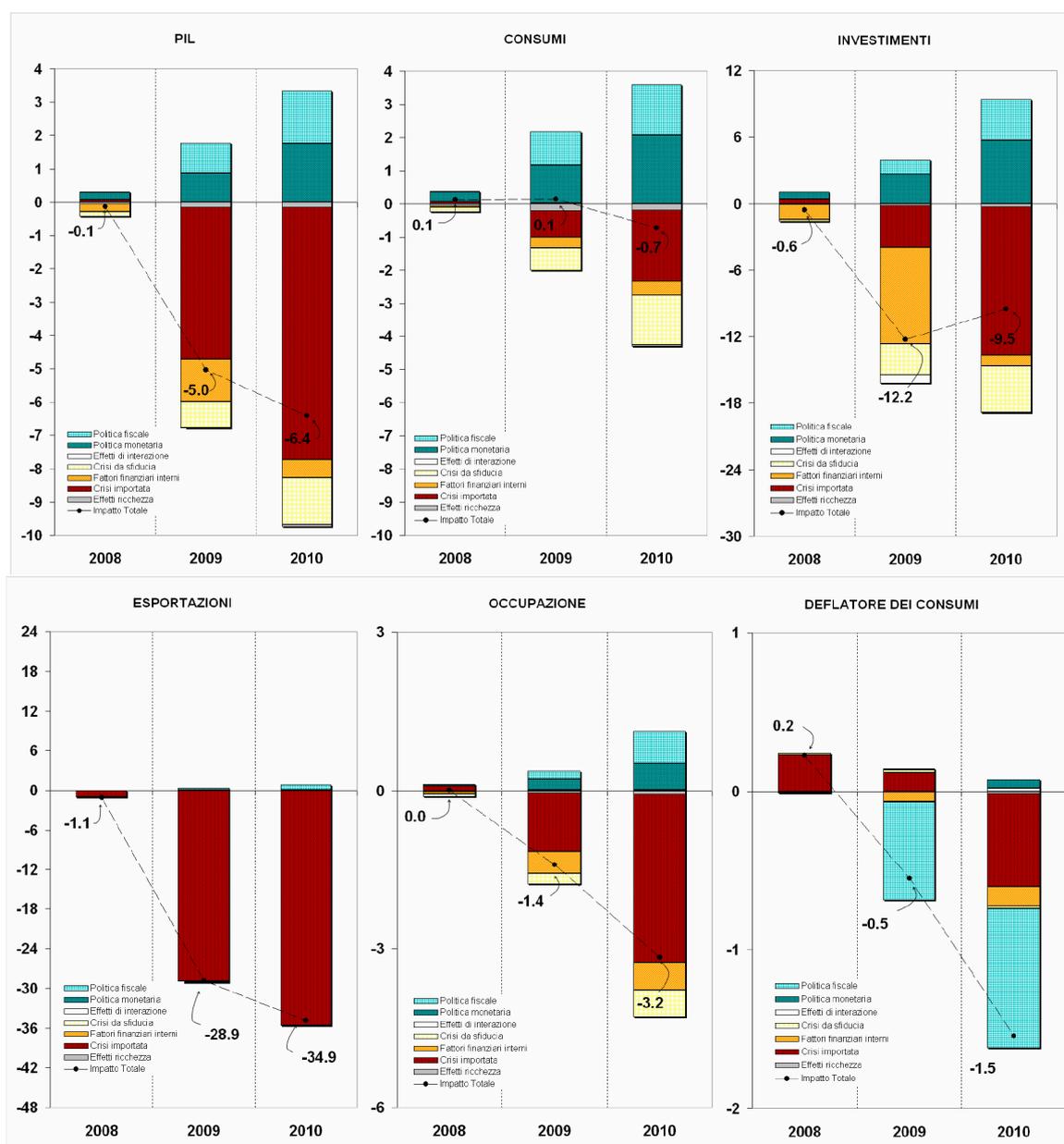
²⁵ Cfr. M. Caivano, L. Rodano e Sivero S., *Op. cit.*, p.5

²⁶ Si procede da qui seguendo lo schema proposto del *Paragrafo 4.2* di M. Caviano, L. Rodano e Sivero S., *Op. cit.*, p. 25

crisi abbia impattato singolarmente l'economia reale. Prediligendo una visione più ampia, è opportuno considerare, oltre alla consistente riduzione del PIL di cui sopra, anche indicatori macroeconomici come i consumi, gli investimenti, le esportazioni e l'occupazione, mantenendo come arco temporale il triennio 2008-2010.

Si riportano i principali risultati delle suddette stime, le quali considerano l'impatto dei fattori di crisi e delle politiche economiche in termini di deviazioni percentuali rispetto ad uno scenario in assenza di crisi (*Figura 2*).

Figura 2 - Impatto dei fattori di crisi e delle politiche economiche sull'economia italiana (deviazioni percentuali rispetto alla baseline in assenza di crisi)



Fonte: Banca d'Italia, 2010

La principale componente che ha derivato la caduta del PIL è stata sicuramente il crollo degli scambi internazionali (si rimanda alla voce *Crisi Importata* in *Figura 2*). Possiamo osservare come, in assenza di crisi, le esportazioni sarebbero state valutate superiori di 35 punti percentuali circa, nel triennio. Per quanto riguarda i fattori finanziari interni, invece, si ritiene che abbiano gravato in misura contenuta ma non trascurabile, avendo determinato una contrazione del PIL pari all'1,3% nel 2009 e allo 0,5% nel 2010.

Rivolgendo l'analisi agli effetti della crisi causati dalla caduta delle quotazioni, questa avrebbe portato ad effetti ricchezza poco significativi, pressoché riconducibili alle perdite in conto capitale sui mercati azionari. Secondo le stime, quindi, la caduta delle quotazioni non avrebbe influenzato l'evoluzione delle componenti della domanda aggregata, producendo una riduzione pari allo 0,2% dei consumi, e di circa 0,1 punti percentuali del PIL. La ragione per la quale si è verificato un impatto così limitato è da ricercarsi essenzialmente nella poca esposizione della ricchezza complessiva delle famiglie italiane verso la componente azionaria.

Un altro canale di trasmissione della crisi, è stato quello dovuto alla cosiddetta crisi da sfiducia. In uno scenario nel quale si è verificato un aumento repentino dell'incertezza, il conseguente calo della fiducia, verificatosi soprattutto negli anni 2008 e 2009, ha avuto un impatto contenuto sull'attività economica, pari ad una riduzione del PIL di 1,5 punti percentuali e dell'occupazione dello 0,5%. In questa fase, possiamo dedurre che le peggiori prospettive occupazionali siano state una delle cause determinanti della riduzione dei consumi delle famiglie italiane, le quali avrebbero incrementato sensibilmente il risparmio a scopo precauzionale. Di conseguenza, si è valutata a riguardo una riduzione dei consumi pari all'1,5% nel triennio.

Dopo aver elencato i principali canali di trasmissione della crisi ed i relativi effetti, è opportuno andare a porre l'accento sulla risposta delle politiche economiche, la quale, come già rimarcato, ha mitigato l'impatto della crisi sull'economia italiana in maniera considerevole. In assenza della politica monetaria fortemente espansiva attuata nel triennio considerato, la contrazione del prodotto sarebbe stata maggiore di circa 2 punti percentuali. Inoltre, l'abbassamento dei tassi di interesse da parte della BCE avrebbe reso meno severo sia il crollo degli investimenti, per circa 6 punti percentuali, che quello dei consumi, per più di 2 punti percentuali. Parallelamente alla politica

monetaria, anche la politica fiscale ha ricoperto un ruolo centrale nell'attenuare l'impatto della crisi, sostenendo il prodotto per oltre 1,5 punti percentuali. Si è stimato che oltre due terzi dell'effetto siano imputabili alla sola componente ciclica. In aggiunta, si registrano benefici riguardanti i consumi e gli investimenti complessivi, dovuti principalmente a misure di sostegno e agevolazioni attuate dal governo.

Considerando nel complesso l'insieme degli effetti negativi provocati da ogni canale di trasmissione, possiamo ragionevolmente affermare che la recessione verificatasi nell'economia italiana è stata causata in primis dalla cosiddetta crisi importata. In seconda battuta, è considerevole l'effetto provocato dai fattori finanziari interni e dalla crisi da sfiducia. Di grado minore è invece l'impatto degli altri canali di trasmissione considerati, che risulta pressoché marginale.

1.3 Il fenomeno del Credit Crunch

Il ruolo svolto dalle banche, soprattutto in termini di allocazione del risparmio, viene considerato di fondamentale importanza in tutte le economie moderne. Nonostante al giorno d'oggi possiamo riscontrare mercati dei capitali sempre più ampi e articolati, gli intermediari creditizi rappresentano ancora la fonte principale di finanziamento per segmenti chiave del sistema economico. Il modello di finanziamento fondato sul credito bancario ha consentito alle imprese, durante il periodo pre-crisi, di portare avanti la loro crescita, cogliere le opportunità di investimento e remunerare adeguatamente il capitale di rischio. Nel periodo che va dal 2000 al 2007, per quanto concerne le imprese italiane, il *leverage*, misurato dal rapporto tra debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, ha riscontrato un aumento pari a circa 8 punti percentuali, raggiungendo quasi il 40%. Di conseguenza, fino allo scoppio della crisi, le condizioni di accesso al credito erano particolarmente favorevoli, nonostante la debolezza della redditività operativa delle imprese, anche per effetto di una crescente concorrenza da parte degli intermediari di piccole dimensioni nei confronti delle maggiori banche²⁷. Come già si è sottolineato nel paragrafo precedente, la più bassa vulnerabilità del mercato creditizio nazionale, affiancata da una ridotta esposizione ai titoli tossici e da

²⁷ Cfr. L. F. Signorini, *Banche e imprese nella crisi*, Roma, 2012, p.1

un sistema di vigilanza conservativo, ha permesso alle banche italiane di fronteggiare meglio la crisi finanziaria globale. Gli effetti di quest'ultima hanno gravato sul sistema bancario in termini di compressione di margini, erosione di capitale, ma soprattutto per quanto riguarda l'offerta del credito, con forti ripercussioni sull'economia reale. Ciò accade perché una delle caratteristiche delle banche è quella di essere imprese che anticipano il ciclo economico, e quindi risentono in maniera più intensa di una situazione di generale deterioramento dell'economia²⁸.

Il verificarsi di una crisi creditizia esprime la sua pericolosità proprio nell'andare a colpire in maniera diretta i soggetti che si trovano al centro del sistema economico, fondamentali per l'afflusso di risorse verso l'economia reale. Se aggiungiamo a tutto questo, il carattere fortemente banco-centrico del nostro sistema economico, possiamo comprendere meglio come a partire dal 2008, dopo lo scoppio della crisi, le condizioni di offerta del credito verso le imprese italiane sono diventate molto più restrittive, soprattutto a causa delle forti tensioni a cui sono stati esposti i bilanci bancari²⁹. Proprio questo contesto ha portato allo sviluppo del *credit crunch*, con il conseguente profilarsi di una ripresa economica molto lenta.

Con il termine *credit crunch* ("stretta creditizia") viene definita una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari, in particolare delle banche, nei confronti soprattutto delle imprese, in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta. Il *credit crunch* quindi, si manifesta sostanzialmente con il rifiuto di concessione del credito, ovvero mediante aumento dei tassi di interesse e delle condizioni applicate, o generalmente irrigidendo i criteri di valutazione del merito creditizio³⁰. Prima di andare ad esporre gli sviluppi del fenomeno, è bene precisare che non si può considerare *credit crunch* l'intera domanda di credito rimasta insoddisfatta, includendo così anche quella della clientela non meritevole. Al contrario, è opportuno tener conto della sola domanda di credito che, in condizioni di corretto funzionamento del mercato creditizio, avrebbe ricevuto un affidamento.

Il fenomeno del *credit crunch* è stato di carattere globale e ha riguardato tutte le principali economie del mondo. Tuttavia, a causa delle particolari condizioni

²⁸ Cfr. D. Previtali, *Banche, credito ed imprese nella crisi finanziaria*, Padova, 2014, p.48

²⁹ Cfr. L. F. Signorini, *Op. cit.*, p.2

³⁰ disponibile su: [www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/), Dizionario di Economia e Finanza - Enciclopedia Treccani, agg. 2012

strutturali di diverse economie nazionali, in Europa il problema dell'accesso al credito ha avuto un'intensità maggiore. Proprio in questi casi, il verificarsi di scompensi macroeconomici ha amplificato gli effetti della crisi, incidendo sull'incremento del rischio specifico delle singole imprese e delle banche e, conseguentemente, sul costo per l'accesso al credito³¹.

Infatti, possiamo osservare come gli shock creditizi si contraddistinguono per essere causa di una spirale depressiva che si autoalimenta nel tempo, tra contrazione economica e razionamento del credito. La minor disponibilità di credito causata dal restringimento dei criteri di affidamento, che avviene durante periodi di recessione, costringe le imprese a limitare la propria attività produttiva, perché riduce sia la capacità di investimento, sia la loro solvibilità nei confronti dei fornitori. Questo meccanismo provoca effetti rilevanti sui flussi di cassa della gestione caratteristica e conseguentemente anche sulla capacità delle imprese di far fronte al proprio debito finanziario, innalzando così il livello di rischio e la possibilità che la nuova domanda di credito bancario rimanga insoddisfatta³².

Nell'andare ad analizzare le conseguenze sull'economia reale del fenomeno del *credit crunch*, è di primaria importanza porre l'accento sugli interventi di politica monetaria delle Banche Centrali e sulle azioni di sostegno dei singoli governi nazionali che, anche in questa fase, hanno contribuito in maniera rilevante alla mitigazione degli effetti negativi sulla disponibilità di credito delle imprese. Considerando le caratteristiche della struttura finanziaria dell'area euro, le misure adottate sono state dirette principalmente alle banche. In quest'ambito, nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012, sono state varate dalla Banca Centrale Europea operazioni cosiddette *Long Term Refinancing Operation (LTRO)* per un totale di circa mille miliardi di euro.

Le LTRO sono operazioni di mercato aperto condotte dalla BCE, atte alla gestione dei tassi di interesse e della liquidità dell'Eurozona. Sono delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine per le banche con scadenza triennale, dove viene assegnata in asta liquidità in cambio di un collaterale, spesso titoli di stato. In particolare il 21 dicembre del 2011 la BCE ha collocato, con un'asta, circa 489,19 miliardi di euro (con scadenza al 29 gennaio 2015) presso una platea di 523 banche

³¹ Cfr. G. Wehinger, *SMEs and credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, 2013

³² Cfr. D. Previtali, *Op. cit.*, p.49

europee. Il tasso dell'offerta di liquidità è stato fissato su quello di riferimento all'1% ed è stato allargato il ventaglio di attivi che le banche europee potevano porre come garanzia per questi prestiti. Invece, per quanto riguarda l'asta del febbraio 2012, la BCE ha fornito ulteriore liquidità alle banche per circa 529,53 miliardi di euro, con scadenza al 26 febbraio 2015. A seguito dell'adozione di questi strumenti, la BCE nel 2012 raggiunse la massima espansione dell'attivo della sua storia, pari a 3.000 miliardi di euro³³. Tramite questa procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, le maggiori banche europee, a fronte di garanzie adeguate, sono riuscite ad ottenere liquidità illimitata al tasso di rifinanziamento principale. In questa fase, di fatto la BCE è come se si fosse sostituita al mercato monetario e, tra le altre misure, ha operato anche una consistente riduzione dei tassi di interesse³⁴.

L'obiettivo delle manovre era proprio quello di riportare alla normalità i parametri del credito nell'Eurozona andando a arginare il *credit crunch*. Sostanzialmente le banche erano invitate a ricomprare parte del debito sovrano europeo che in quei mesi registrava tassi troppo elevati. Al contrario, possiamo notare come una notevole porzione di questi prestiti è stata utilizzata dalle banche per operare il riacquisto delle proprie obbligazioni in scadenza e soprattutto per ristrutturare il proprio capitale in vista dell'applicazione dei severi requisiti richiesti dall'EBA (*European Banking Authority*) in tema di consolidamento del sistema creditizio europeo³⁵.

Nella maggior parte dei paesi europei, l'allentamento monetario, determinato nel complesso dall'insieme delle misure suddette, non ha provocato un aumento del flusso creditizio dagli intermediari finanziari verso il settore privato, soprattutto verso le piccole e medie imprese. Al contrario, lo stock complessivo dei prestiti in diversi paesi dell'area euro è diminuito a partire dal 2012, dopo la lieve ripresa registrata nel biennio 2010-2011³⁶. Il principale motivo che ha determinato ciò è da ricercarsi nel fatto che l'effetto di tali manovre ha stimolato per lo più investimenti di tipo finanziario, ma non di tipo produttivo, provocando una crescita nulla del PIL reale e dell'occupazione

³³ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193, Borsa Italiana, *Le LTRO*, agg. 2012

³⁴ Cfr. A. Malinconico, *PMI e credito nell'Italia post crisi: fra stagnazione e riforme del settore finanziario*, Padova, 2014, p.15

³⁵ disponibile su: Borsa Italiana, *Le LTRO*, agg. 2012

³⁶ Cfr. A. Malinconico, *Op.cit.*, Padova, 2015

nell'Eurozona³⁷. Questo fenomeno, dopo tutto, è un altro chiaro segnale del distacco sempre più accentuato che caratterizza il rapporto tra economia reale e finanza, già ampiamente discusso in precedenza.

Di conseguenza, la BCE ha adottato una serie di nuove misure di politica monetaria a partire dall'estate del 2014 perseguendo gli stessi obiettivi di superamento del *credit crunch*, nell'ottica di drenare risorse all'economia reale. In questa fase, la BCE ha agito su più fronti. Oltre ad aver varato programmi di acquisto di *asset-backed securities* e aver ridotto il tasso di rifinanziamento principale fino a portarlo al livello dello 0,05% (minimo storico), la misura più importante ha consistito sicuramente nell'adozione di una nuova iniziativa, la *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO). Il Consiglio Direttivo della BCE, nel giugno del 2014, ha deciso di "condurre per un periodo di due anni una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine", le TLTRO appunto, con l'obiettivo di "migliorare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario". Con il programma comprensivo di 8 operazioni TLTRO, la BCE ha concesso liquidità agli intermediari a condizione che essa venga usata per finanziare famiglie e imprese. Le banche partecipanti hanno ricevuto un ammontare di fondi pari al 7% dei loro prestiti al settore privato non finanziario in essere a fine aprile 2014, escludendo i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Tutte le operazioni di rifinanziamento, ognuna delle quali con la durata massima di 4 anni (scadenza settembre 2018), sono poste in essere ad un tasso di interesse fisso per l'intera durata, pari al tasso delle principali operazioni di rifinanziamento al momento dell'operazione, più uno *spread* fisso di 10 punti base³⁸.

Con tale strumento, di fatto, la BCE ha puntato a ripristinare la politica monetaria espansiva a sostegno del credito nell'area euro, dopo che era avvenuto, proprio a ridosso del 2014, il progressivo rientro delle precedenti operazioni di rifinanziamento. Successivamente, il persistere di uno scenario mantenutosi sempre all'insegna della stretta creditizia e l'esaurimento delle politiche monetarie convenzionali, come l'abbassamento dei tassi di interesse allo zero e il tasso di interesse negativo per i

³⁷ Cfr. A. Malinconico, *Banche, PMI e mercati: tra regolamentazione di vigilanza ed evoluzione del rapporto banca-impresa*, Padova, 2015, p.13

³⁸ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bce-192.htm, Borsa Italiana, *Operazioni TLTRO della BCE*, agg. 2014

depositi presso la stessa BCE, hanno portato l'attuale Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi ad annunciare, nel 2015, l'inizio dell'adozione di un vero e proprio alleggerimento quantitativo nell'Eurozona, ovvero di una politica di *Quantitative easing* (QE). La manovra ha previsto l'acquisto titoli di debito pubblici e privati a partire da marzo 2015 al ritmo di 60 miliardi di euro al mese, nell'intento di riportare il tasso di inflazione nell'Eurozona verso il livello target del 2%. La BCE quindi ha acquistato titoli emessi dai governi o da istituzioni europee sul mercato secondario, proporzionalmente alle quote del capitale sociale della stessa BCE detenute dalle rispettive banche nazionali, allocando di fatto il 92% del relativo rischio sui singoli istituti nazionali³⁹.

Dopo circa due anni dall'avvio del programma di *Quantitative easing*, incrementato ulteriormente nell'ultimo periodo (attualmente sono 80 i miliardi che ogni mese vengono iniettati nel mercato), l'inflazione solo negli ultimi tempi si è avvicinata al livello target, mentre i prestiti alle imprese sono rimasti in calo, in particolar modo nel nostro paese. Considerando il periodo che va da marzo 2015 a settembre 2016, la BCE ha comprato titoli per oltre 1.248 miliardi di euro, in particolare del settore pubblico (più di 1.061 miliardi di euro). Nonostante questa grande immissione di liquidità, i risultati del QE sono stati poco soddisfacenti se si osserva che, nell'ultimo anno, il livello medio dei prezzi nell'area euro è cresciuto appena dello 0,2%, mentre i prestiti alle società non finanziarie europee sono scesi di 0,5 punti percentuali. Per quanto riguarda il nostro paese, sebbene la BCE abbia acquistato nell'orizzonte temporale suddetto oltre 176,3 miliardi di euro di titoli di stato italiani, possiamo registrare nell'ultimo anno una riduzione del 2,9% degli impieghi alle imprese (società non finanziarie e famiglie produttrici), pari ad una contrazione di 26,4 miliardi di euro. Inoltre, anche il dato dell'inflazione nell'ultimo anno si è attestato al -0,1%⁴⁰.

Restringendo ancor di più il campo di analisi all'Italia, un ottimo strumento che è in grado di fornire l'entità del problema del *credit crunch* a livello nazionale, è rappresentato dal *Banking Lending Survey* (BLS). Questa è un'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema nell'area dell'euro. Il principale obiettivo dell'indagine è l'acquisizione di una visione più completa del ruolo del credito nel

³⁹ Cfr. A. Malinconico, *Op.cit.*, Padova, 2015, p.14

⁴⁰ Cfr. Ufficio studi CGIA, *Un bilancio sul Quantitative Easing*, Venezia-Mestre, 2016

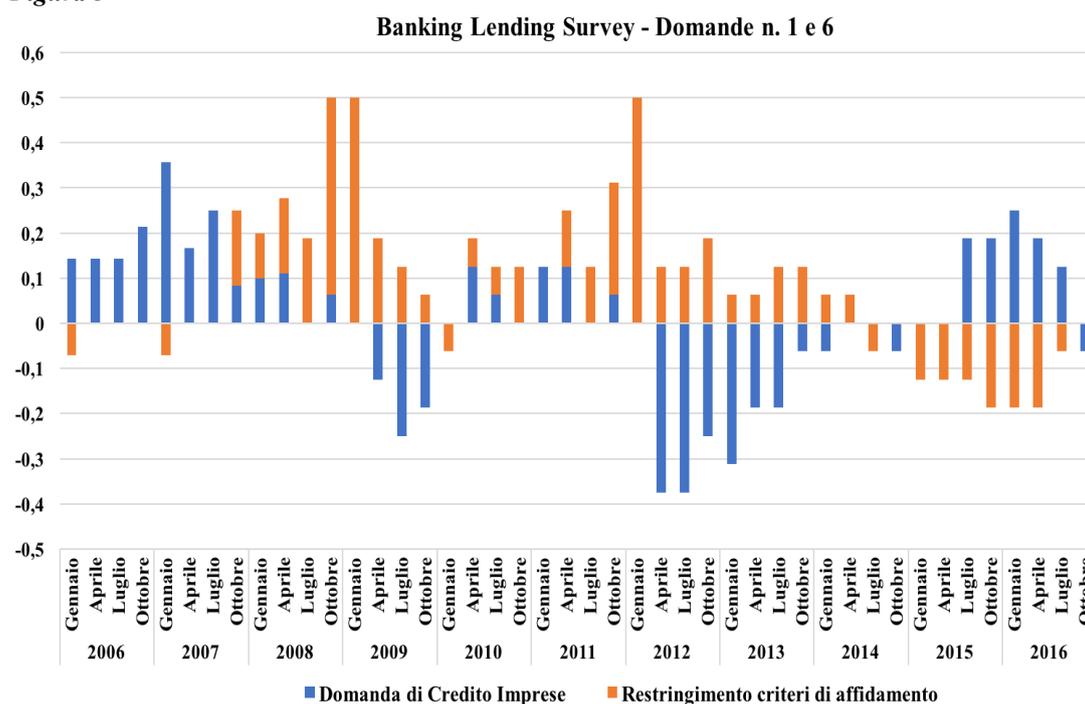
contesto del meccanismo di trasmissione monetaria, integrando in tal modo le informazioni su cui si fonda l'esercizio di analisi e valutazione alla base delle decisioni di politica monetaria. Il campione delle banche partecipanti all'indagine è costituito da oltre 140 banche di tutti i paesi dell'area dell'euro. Per l'Italia partecipano 8 gruppi creditizi che rappresentano oltre due terzi del mercato dei prestiti nel nostro paese⁴¹. L'analisi che seguirà quindi avrà oggetto sia informazioni provenienti dai BLS relativi al nostro paese, in un orizzonte temporale che va a partire da gennaio 2006 fino a dicembre 2016, sia dati inerenti alle variazioni percentuali sui 12 mesi dei Prestiti bancari ai residenti in Italia, nel medesimo arco temporale. Mediante questi due strumenti possiamo capire se c'è stato o no un restringimento dei criteri di affidamento e, conseguentemente, qual è stata l'intensità del fenomeno del *credit crunch* in Italia. La *Figura 3* mette in relazione le variazioni dell'entità del restringimento dei criteri di affidamento operato dalle banche e la variazione della domanda di credito delle imprese⁴². Come è possibile osservare proprio nella *Figura 3*, il restringimento dei criteri di affidamento delle banche italiane si manifesta maggiormente in due momenti fondamentali. Il primo è quello corrispondente alla crisi finanziaria globale, il secondo, quello relativo all'apice della crisi del debito sovrano italiano iniziata nell'ultimo trimestre del 2011. A seguito di questi due shock creditizi nel sistema, sono seguite quindi le due maggiori fasi di riduzione del volume dei prestiti. I risultati mostrati dal BLS sono pienamente in linea con quanto esposto dalla *Figura 4*, che rappresenta le variazioni percentuali su base annuale del volume dei prestiti bancari residenti in Italia, misurate da Banca d'Italia⁴³. Andando ad analizzare le varie componenti considerate nel grafico, possiamo osservare come la contrazione del credito sia stata molto più accentuata per le società non finanziarie e per il settore privato, rispetto alle famiglie.

⁴¹ Cfr. Banca d'Italia, nota metodologica "Indagine sul credito bancario nell'area Euro", Roma, 2017. L'indagine, effettuata quattro volte all'anno, è rivolta ai funzionari di grado superiore competenti in materia di prestiti, quali i responsabili dei comitati del credito a livello di consiglio d'amministrazione o immediatamente inferiore. Sul sito Internet della Banca d'Italia sono riportati i risultati relativi ai gruppi italiani; quelli per l'area dell'euro sono diffusi dalla BCE.

⁴² I dati menzionati sono estratti dall'indice di diffusione del BLS. Tramite l'indice di diffusione si associano dei valori numerici (-1; -0,5; 0; 0,5; 1) a risposte qualitative. Le specifiche corrispondenze sono riportate in *Figura 3*.

⁴³ Banca d'Italia, *Moneta e Banche, Supplementi al Bollettino Statistico n.1*, Roma, 2017

Figura 3



La data di riferimento utilizzata nelle tabelle coincide con il mese successivo al trimestre oggetto della rilevazione. Per il calcolo dell'indice di diffusione si associano valori numerici alle risposte di tipo qualitativo fornite dagli intermediari sulle condizioni dell'offerta e della domanda relative agli ultimi tre mesi. Per i quesiti relativi alle **condizioni dell'offerta**, i valori attribuiti sono i seguenti: 1 = notevole irrigidimento, 0,5 = moderato irrigidimento, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderato allentamento, -1 = notevole allentamento. Per i quesiti relativi alle **condizioni della domanda** e alla quota delle richieste respinte, i valori attribuiti sono i seguenti: 1 = notevole espansione, 0,5 = moderata espansione, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderata contrazione, -1 = notevole contrazione. Per ogni quesito, l'indice di diffusione è dato dalla media ponderata di tali valori, con pesi pari alle frequenze osservate. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.

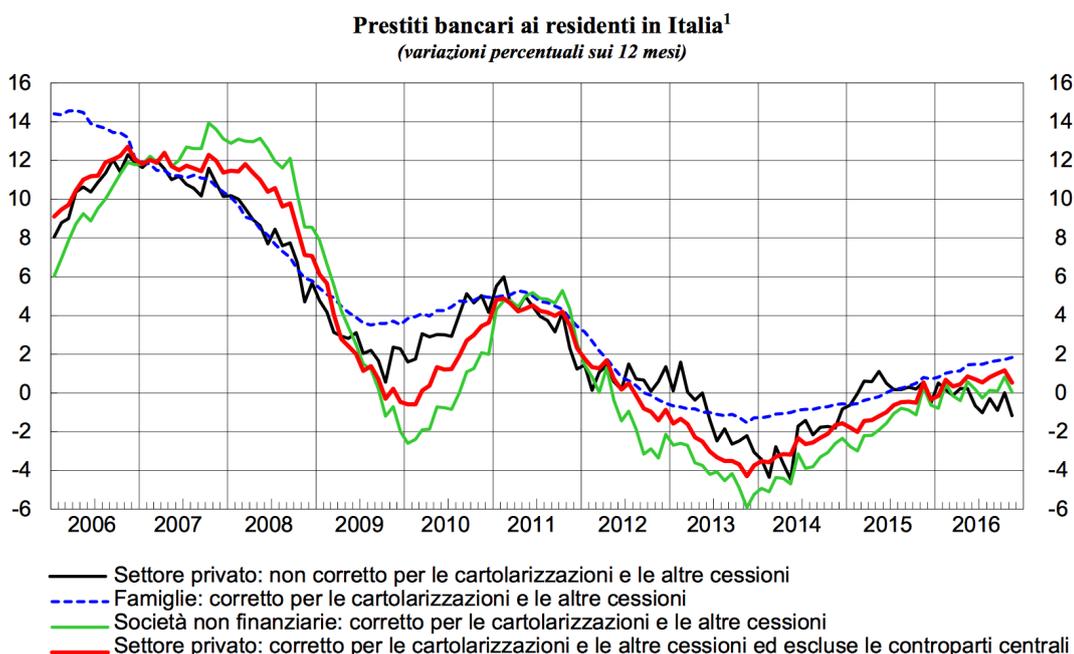
Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia⁴⁴

Anche qui possiamo notare come il *credit crunch* abbia impattato il nostro sistema economico maggiormente in seguito alla crisi creditizia del 2008 e a quella del debito sovrano scoppiata alla fine del 2011. In particolare, la contrazione più accentuata si esplica nel secondo semestre del 2009 e il primo semestre del 2010, e, successivamente, dal secondo semestre del 2012 al primo trimestre del 2014.

Parallelamente alla contrazione del volume dei prestiti, è opportuno dedicare un'attenzione particolare anche ai valori registrati per la domanda di credito, proprio

⁴⁴ Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area Euro, Banking Lending Survey*, Roma, 2017

Figura 4



Fonte: Banca d'Italia⁴⁵

perché il fenomeno del *credit crunch* si verifica solo nel momento in cui ad una domanda di credito bancario, si contrappone un restringimento dei criteri di affidamento che non si sarebbe verificato in una situazione di normalità.

Un importante aspetto inerente alla riduzione della domanda di credito da parte delle imprese, è rappresentato dalla possibilità che questa possa essere in parte conseguenza di una rinuncia delle stesse imprese nel richiedere credito, ormai diventato inaccessibile a causa del mutamento delle condizioni di offerta. Tuttavia nell'analisi portata avanti in questa sede ed anche secondo i dati a disposizione, risulta impossibile andare a considerare l'effetto di tali circostanze sulla complessiva domanda di credito. Il dato che invece è bene sottolineare, è che a seguito della crisi del debito sovrano la riduzione della domanda di credito delle imprese è maggiore rispetto al contrario restringimento dei criteri di offerta del credito messo in atto dalle banche. Ciò ci fa capire come le sottostanti del fenomeno del *credit crunch* non sono imputabili univocamente al sistema bancario, ma al contrario anche a fattori riconducibili al sistema imprenditoriale. Dopo tutto non poteva essere altrimenti, data la connessione

⁴⁵ Banca d'Italia, *Moneta e Banche, Supplementi al Bollettino Statistico n.1*, Roma, 2017

inscindibile che c'è tra banca e impresa, caratteristica predominante del nostro sistema economico storicamente banco-centrico.

Come è possibile notare dalla *Figura 4*, il problema del *credit crunch* è tutt'altro che superato. Riferendoci agli ultimi due anni in analisi, si registra uno scenario pressoché simile a quello post-crisi del secondo semestre del 2009. Inoltre, andando più nello specifico per quanto concerne le ultime rilevazioni, è possibile constatare come i prestiti bancari al settore privato continuino a diminuire anche oggi.

Infatti, secondo il rapporto del centro studi Unimpresa basato su dati di Banca d'Italia, il totale dei prestiti delle banche al settore privato ha subito una riduzione di 9,9 miliardi (-0,7%) nell'ultimo anno, dai 1.410,3 miliardi di euro di gennaio 2016 ai 1.400,3 miliardi di gennaio 2017. In particolare, lo stock di prestiti delle banche alle imprese ha subito un calo di oltre 15,5 miliardi di euro (-1,97%), passati da 791,7 miliardi a 776,1 miliardi. Al contrario, si registra un aumento pari a 5 miliardi dei prestiti alle famiglie. Nonostante l'aumento di poco più di 11 miliardi dei finanziamenti a medio termine, a pesare su questa significativa discesa è il calo di oltre 14 miliardi dei finanziamenti a breve periodo e di 12 miliardi di quelli di lungo termine. Possiamo osservare come nel complesso gli impieghi al settore privato abbiano subito una significativa diminuzione, pari a quasi un miliardo al mese a disposizione di aziende e cittadini nell'ultimo anno. Nello stesso periodo in esame per quanto riguarda i prestiti non rimborsati, si registra un calo delle sofferenze lorde di circa 3,9 miliardi di euro (-1,97%), passate dai 201,8 miliardi di gennaio 2016 ai 197,9 miliardi di gennaio 2017. Inoltre, le rate non pagate dalle aziende hanno subito una variazione del -2,01%, passando da 143,6 miliardi a 140,7 miliardi. Complessivamente, il rapporto tra sofferenze lorde e prestiti si è mantenuto stabile, subendo una lieve diminuzione, passando dal 14,31% al 14,13%⁴⁶.

Come è possibile dedurre dai dati di cui prima, nonostante un lieve miglioramento registrato negli ultimi tempi, il motore del credito resta ancora per la maggior parte bloccato e, di conseguenza, anche il 2017 per le aziende italiane è partito all'insegna del *credit crunch*. Le analisi e le ultime rilevazioni di inizio anno proposte in questo

⁴⁶ disponibile su: www.giornaledellepmi.it/banche-unimpresa-prestiti-alle-aziende-15-miliardi-in-12-mesi/, Il Giornale delle PMI, *Banche: Unimpresa, prestiti alle aziende -15 miliardi in 12 mesi*, agg. gennaio 2017. I dati menzionati sono forniti da: Centro Studi Unimpresa, *Rapporto mensile sul credito (Gennaio 2017)*, Milano, 2017

paragrafo, ci mostrano come da quasi 10 anni le aziende italiane, in particolare le piccole e medie imprese, fronteggino costantemente un *credit crunch* violentissimo, che ha messo in ginocchio l'economia nazionale.

Tuttavia, è anche opportuno tenere in considerazione che una crisi creditizia come quella che si è verificata nel nostro sistema economico, sia per la sua intensità che per la forte correlazione banca-impresa, richiede un maggior tempo di assestamento e guarigione, prima che si possa registrare una significativa ripresa. E proprio dalle particolari caratteristiche del contesto descritto finora che non è possibile andare a definire una ricetta unica per il superamento definitivo del *credit crunch*. Quello che emerge, invece, è la necessità un intervento differenziato ma con obiettivi comuni, messo in atto da tutti i soggetti coinvolti, che sia in grado di poter migliorare in maniera significativa le condizioni di offerta del credito. In particolare, ad una politica monetaria che continua ad essere accomodante, c'è bisogno di affiancare interventi a favore dell'accesso al credito e riforme strutturali da parte dei singoli Governi nazionali, nonché un miglioramento in termini di stabilità finanziaria e trasparenza dei bilanci sia da parte delle banche che delle stesse imprese. In uno scenario come quello odierno, nel quale il settore bancario è sottoposto a regole di vigilanza sempre più stringenti, una politica industriale nazionale di lungo periodo e il potenziamento degli strumenti tecnici suddetti, rappresentano delle componenti chiave per lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi a quello bancario, nell'ottica di favorire, in ultima analisi, la ripresa della crescita del nostro sistema produttivo.

- CAPITOLO II -

LE IMPRESE ITALIANE TRA CRISI E NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO

2.1 Il costo del credito e la dipendenza dal canale bancario

Sistema bancario e sistema imprenditoriale sono legati da una relazione inscindibile, presentando un andamento parallelo sia nelle fasi espansive dell'economia e del credito, sia durante i periodi di recessione. Le difficoltà riscontrate dalle imprese, infatti, si ripercuotono sul settore bancario in termini di mancato rimborso dei prestiti e, al contrario, le imprese sono esposte in modo significativo alle problematiche riguardanti una carente offerta di credito. Di conseguenza, per le loro esigenze finanziarie, queste possono rivolgersi solo al sistema bancario, non essendo in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali. Inoltre, anche da parte di società abbastanza grandi, spesso volte la natura familiare della proprietà determina una scarsa propensione alla quotazione in Borsa. Il principale effetto che ne consegue è una minore diversificazione delle fonti di finanziamento a causa di una possibilità limitata di collocare sul mercato obbligazioni sottoscrivibili da investitori istituzionali⁴⁷. Il forte legame che caratterizza sistema bancario ed imprenditoriale, è ancor più marcato nel nostro Paese, data la quasi totale frammentazione del tessuto produttivo in piccole e medie imprese che, com'è noto, rappresentano l'ossatura del nostro sistema economico. A questo proposito, i dati diffusi dalla Commissione Europea nel 2013, ci dicono che nel nostro Paese su oltre 4 milioni di imprese attive il 99,9% è costituito da micro, piccole e medie imprese e solo lo 0,1% residuo è rappresentato da imprese di grandi dimensioni⁴⁸.

⁴⁷ Cfr. L. F. Signorini, *Op. cit.*, p.1

⁴⁸ Cfr. Commissione Europea, "2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy", Bruxelles, 2013

Il difficile contesto economico dei giorni nostri, che ostacola da tempo la crescita delle imprese, è testimoniato in gran parte dal fatto che la crisi creditizia ha colpito fortemente le dinamiche di investimento. Gli investimenti in Italia hanno registrato un calo più accentuato rispetto alla maggioranza degli Stati membri. Questo ha riguardato tutti i settori, ma in particolare è stato più marcato negli investimenti non residenziali e nei servizi. Tuttavia, la ripresa degli investimenti è limitata dall'attuale debolezza della domanda, dall'incertezza che circonda la nostra economia, dai margini di profitto ridotti e dalle ancora sfavorevoli condizioni del credito in particolare per le PMI e alcuni settori. Inoltre, una ripresa più solida, anche negli investimenti diretti all'estero, è frenata da alcune carenze strutturali, tra le quali sottolineiamo, oltre al contesto imprenditoriale non facile, anche un limitato sviluppo dei mercati dei capitali⁴⁹. Analizzando la struttura finanziaria delle imprese a livello complessivo, possiamo osservare come l'Italia sia il paese in Europa in cui c'è la più alta dipendenza dai finanziamenti erogati dagli istituti di credito, con valori che per le PMI arrivano intorno al 95%⁵⁰. La forte dipendenza dal canale bancario mostrata poc'anzi, unita ad un ridotto livello di capitalizzazione e alla rilevante incidenza dell'indebitamento a breve termine, rappresenta un elemento di criticità che influenza in maniera rilevante le potenzialità di crescita e la produttività, nonostante un'affermata eccellenza imprenditoriale delle nostre aziende riconosciuta a livello mondiale. Nell'ottica di copertura del proprio fabbisogno finanziario, le PMI italiane ricorrono da sempre in misura predominante al capitale di debito, affiancando al finanziamento bancario solo ed unicamente il capitale apportato dai soci⁵¹.

Dopo tre anni di forte stretta creditizia, nel corso del secondo semestre del 2015 la diminuzione dei finanziamenti erogati alle imprese da società finanziarie e banche si è quasi del tutto arrestata. Possiamo notare come la stabilizzazione è proseguita nei primi mesi del 2016 (-0,7% nel marzo 2016 – *Figura 5*). Ciò non toglie che la dinamica creditizia si presenti fortemente eterogenea ancora oggi. Infatti, i prestiti hanno ripreso a crescere per quanto riguarda le imprese in condizioni finanziarie solide, ma, al contrario, la contrazione del credito ha continuato a manifestarsi per le imprese più

⁴⁹ Cfr. Commissione Europea, *Relazione per paese relativa all'Italia 2017*, Bruxelles, 2017, p.3

⁵⁰ Cfr. A. Malinconico, *Op. cit.*, Padova, 2015, p.15

⁵¹ Cfr. C. Arlotta, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Milano, 2014, p.17

rischiose⁵². Inoltre, si registra sempre un elevato divario a sfavore delle PMI, che dipende soprattutto dalla specializzazione settoriale che le caratterizza, nonché dall'ancora fragile situazione finanziaria. Lo scenario discusso finora trova decisamente riscontro nei dati esposti in *Figura 5*, la quale ci mostra le variazioni percentuali sui 12 mesi del credito alle imprese (dati di fine periodo) e la complessiva composizione percentuale rispetto all'erogazione da parte di banche e di società finanziarie.

Figura 5

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2013	2014	2015	marzo 2016	marzo 2016
Banche					
Attività economica					
Manifattura	-6,1	0,0	1,6	1,4	22,0
Costruzioni	-4,5	-3,0	-3,1	-3,2	15,0
Servizi	-6,8	-2,1	0,3	0,3	33,6
Attività immobiliari	-3,2	-3,1	-1,8	-1,8	11,6
Altro	-4,7	-2,1	-4,1	-2,1	9,3
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-4,0	-2,3	-2,5	-2,5	17,2
Imprese medio-grandi	-5,3	-1,8	-0,3	-0,1	74,3
Totale	-5,1	-1,9	-0,7	-0,5	91,5
Società finanziarie					
Leasing	-4,2	-2,8	-3,8	-3,5	6,0
Factoring	-6,2	-4,1	4,0	3,7	1,8
Altri finanziamenti	4,4	-0,4	-8,9	-10,5	0,7
Totale	-4,2	-3,1	-2,7	-2,7	8,5
Banche e società finanziarie					
Totale	-5,0	-2,2	-0,9	-0,7	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza, Banca d'Italia⁵³

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie non produttrici. I presiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati delle società finanziarie si riferiscono agli intermediari ex. Art. 107 del TUB. I dati del marzo 2016 sono provvisori.

(2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Come osserviamo dai dati relativi al marzo 2016, per ciò che concerne le imprese medio-grandi la contrazione risulta quasi inesistente, mentre per le imprese di piccole dimensioni si registra ancora una diminuzione di credito significativa, pari a -2,5 punti

⁵² Cfr. Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.1, Roma, 2016

⁵³ Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma, 2016, p. 68

percentuali. In più, anche nella composizione percentuale inerente allo stesso orizzonte temporale, si registra un ampio divario tra le due classi di dimensione, che conferma la persistenza di una situazione non semplice per le PMI.

Tuttavia, l'andamento del credito continua a risentire della debolezza della domanda di finanziamenti, la quale riflette una ridotta richiesta di capitale circolante, nonché una dinamica degli investimenti che risulta essere ancora discontinua. A questo proposito, secondo l'indagine *Invind*⁵⁴, il saldo tra le imprese in cui c'è stato un aumento della domanda di prestiti e quelle in cui è avvenuta una diminuzione è sceso in maniera rilevante nella seconda metà del 2015, raggiungendo il livello minimo dall'inizio della crisi finanziaria globale (5,2 punti percentuali). Possiamo notare come una politica monetaria ancora fortemente espansiva ha portato ad un calo generalizzato del costo del credito. Il differenziale di tasso nazionale sui nuovi finanziamenti rispetto alla media dell'area dell'euro, nel corso dell'anno, si è quasi del tutto annullato. La suddetta indagine, inoltre, ci mostra anche come un graduale miglioramento delle condizioni di offerta ha attutito le difficoltà di accesso al credito. Infatti, l'insieme di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto i fondi richiesti, anche solo in parte, è ulteriormente diminuito nel 2015 rispetto al picco del 2012 (6% e 12% rispettivamente). Analizzando quindi la dispersione del credito, questa si registra ancora abbastanza elevata, nonostante sia stata oggetto di una consistente riduzione nel 2015. Come abbiamo modo di osservare dalla *Figura 6*, il differenziale tra i tassi applicati alle microimprese e a quelle più grandi è sceso a 2,5 punti percentuali nel 2015 (nel 2014 era pari al 3%), circa un punto in più rispetto all'inizio della crisi.

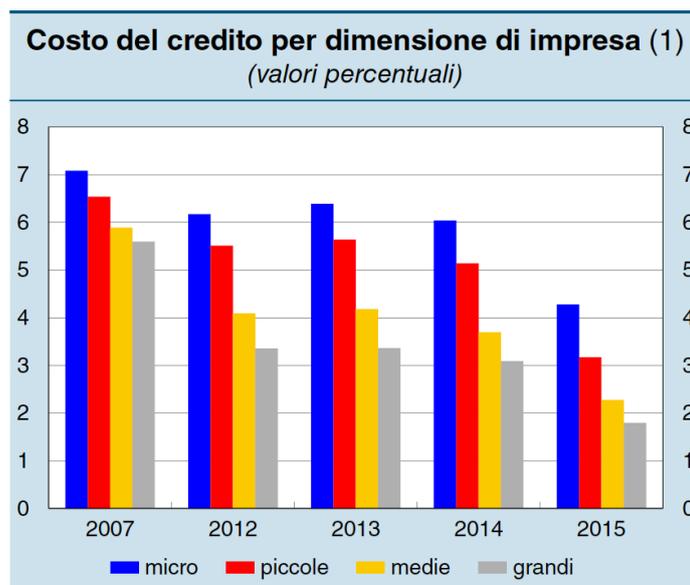
Le difficoltà incontrate dalle piccole e medie imprese continuano a essere mitigate dalle misure governative messe in atto, finalizzate al loro sostegno finanziario. L'insieme di interventi attuati dal Fondo centrale di Garanzia e dalla Cassa Depositi e Prestiti, parallelamente agli accordi di sospensione parziale del rimborso dei prestiti, hanno fatto confluire verso le PMI più di 110 miliardi, quantità pari a circa un decimo

⁵⁴ *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)*

La Banca d'Italia conduce annualmente un'indagine sulle imprese industriali (dal 1972) e dei servizi privati non finanziari (dal 2002) con almeno 20 addetti, con lo scopo di disporre tempestivamente delle principali informazioni relative all'andamento dell'economia e di effettuare analisi econometriche sul comportamento delle imprese. La rilevazione consente, tra l'altro, di acquisire informazioni sulle decisioni di investimento, sulla struttura dell'occupazione, sugli orari di lavoro e sulle retribuzioni, sulle esportazioni e sull'indebitamento.

delle erogazioni di importo inferiore ad un milione di euro operate dalle banche nello stesso periodo. Secondo uno studio comparato redatto dall'OCSE⁵⁵, il ricorso a programmi pubblici di garanzia dei prestiti, che rappresenta di gran lunga lo strumento più adatto al fine di migliorare il finanziamento delle piccole e medie imprese, è stato molto ampio nel nostro Paese⁵⁶.

Figura 6



Fonte: Banca d'Italia⁵⁷, elaborazioni su dati interni e Cerved
(1) Valori mediani

Da un punto di vista più generale, possiamo affermare che nonostante i ripetuti interventi della BCE, ampiamente discussi nel precedente paragrafo, la crisi creditizia pesa ancora molto sull'evolversi dell'economia europea e quindi nazionale. Una diffusa debolezza nella struttura finanziaria delle nostre PMI ha rappresentato un importante freno alla loro crescita, in primis, e alla capacità di poter finanziare non soltanto progetti di sviluppo a lungo termine ma anche una parte dell'attività ordinaria, mediante il normale ricorso al capitale circolante necessario alla sopravvivenza dell'impresa stessa. In tale contesto, caratterizzato da una presenza di un *funding gap* ancora rilevante, il ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario diviene indispensabile. Le fonti e gli strumenti più accreditati che sono stati oggetto

⁵⁵ Cfr. OCSE, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scoreboard*, Parigi, 2016

⁵⁶ Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma, 2016, p.69

⁵⁷ Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma, 2016

dell'intervento del Governo negli ultimi anni, a supporto della loro diffusione, sono:

- Interventi nel capitale di rischi delle imprese tramite la quotazione in Borsa, costituzione di *Special Purpose Acquisition Companies*⁵⁸, ingresso nel capitale di investitori istituzionali come i Fondi di *Private Equity*, ed azioni sull'*equity* nelle diverse fasi del ciclo di vita delle aziende, coadiuvati mediante particolari interventi e supportati anche da specifiche garanzie;
- Intervento nel capitale di debito non bancario, prevedendo l'emissione di obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti ibridi di debito/capitale, strumenti innovativi messi a disposizione da compagnie di assicurazione e fondi specializzati.

La stessa Banca Centrale Europea, oltre alle misure di carattere macro, ha sviluppato, e continua a implementare, ipotesi di intervento nell'obiettivo di far confluire liquidità all'economia reale, ponendo una maggiore attenzione verso l'universo delle PMI⁵⁹. Di conseguenza, con il verificarsi di una ripresa ciclica e considerando il ritorno della rischiosità del credito su livelli fisiologici, in questa fase dell'economia sembrano esserci i presupposti per cui l'intervento pubblico nel mercato del credito sia mirato maggiormente verso le aziende che presentano maggiori ostacoli nell'accesso ai finanziamenti, come le PMI, per limitare, in ultima analisi, gli effetti distorsivi nell'allocazione delle risorse⁶⁰.

In conclusione, possiamo affermare che l'auspicabile fenomeno della "disintermediazione bancaria" sembra essere pienamente avviato, ma soprattutto risulta essere, al giorno d'oggi, in continua via di sviluppo.

⁵⁸ *Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*: veicoli di investimento contenenti esclusivamente cassa (c.d. blank check companies) e costituiti specificatamente per raccogliere capitale al fine di effettuare operazioni di fusione e/o acquisizione di aziende (c.d. business combination). Le SPAC hanno un periodo di vita limitato in media a 18-24 mesi dall'IPO. (disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spac-163.htm, Borsa Italiana, *Le SPAC*, agg. 2013)

⁵⁹ C. Arlotta, *Op.cit.*, p.19

⁶⁰ Cfr. Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, p.69

2.2 I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese:

La dipendenza delle imprese dal canale bancario è stato uno dei fattori che ha inciso maggiormente sul *credit crunch*, soprattutto in termini dell'effettivo credito a disposizione. Sotto questo profilo, risulta chiaro come il razionamento del credito abbia gravato di più sulle piccole e medie imprese che, oltre ad avere più difficoltà ad accedere a canali alternativi di finanziamento, rappresentano la maggior parte dell'economia nazionale. Di conseguenza, si sono diffuse proprio in questo contesto nuove forme di finanziamento a cui le imprese possono far ricorso, in un'ottica di disintermediazione bancaria. In seguito si procede ad analizzare unicamente quelle sviluppate più di recente, focalizzando l'attenzione sul loro funzionamento e, più in generale, sulle principali caratteristiche.

2.2.1 Mini-bond

Nel corso degli ultimi anni, il quadro normativo nazionale ha visto l'introduzione di diverse misure volte a supportare la crescita e lo sviluppo economico. Nell'ambito di queste misure, tramite il Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012), il Decreto Sviluppo *bis* (D.L. 18 ottobre 2012, n.179) e il Decreto Destinazione Italia (D.L. 23 dicembre 2013, n.145), sono state introdotte una serie di disposizioni atte a rafforzare le forme di finanziamento alternative, o complementari, a quelle bancarie. Questi interventi legislativi hanno previsto una articolata disciplina tesa ad accrescere la capacità delle società di capitali non quotate, di media e piccola dimensione, di attrarre finanziamenti tramite l'emissione di strumenti di debito a breve termine (c.d. cambiali finanziarie) e a medio/lungo termine (c.d. mini-bond) e/o titoli similari ed obbligazioni partecipative subordinate⁶¹.

L'art. 32, comma 1, del Decreto Sviluppo sancisce che possono emettere gli strumenti finanziari in esame *“le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle*

⁶¹ Cfr. C. Arlotta, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Milano, 2014, p.43

micro-imprese”, ovvero le imprese con meno di 10 dipendenti che realizzano un fatturato non superiore ai 2 milioni di euro.

I soggetti inclusi nell’ambito di applicazione sono quindi le imprese non quotate di grandi dimensione e le PMI non emittenti strumenti finanziari quotati⁶².

Possiamo definire i Mini-bond come titoli di credito che possono essere emessi da un’impresa non quotata, il cui principale obiettivo è quello di raccogliere nuove risorse finanziarie, attuando così una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento a titolo di debito, con conseguente riduzione dei rischi legati alla forte dipendenza dal canale bancario⁶³.

Prima di andare ad esporre le caratteristiche di questi strumenti, risulta opportuno porre l’attenzione sulle novità introdotte da un punto di vista normativo inerenti ai limiti quantitativi di emissione, che risultano essere di centrale importanza. Secondo quanto previsto dall’art. 2412 del Codice Civile, che stabilisce i limiti all’emissione di obbligazioni, *“la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato (comma 1). I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite (comma 2). Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.”*

I limiti previsti dal primo e dal secondo comma non trovavano applicazione all’emissione di obbligazioni effettuata da società quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati. In virtù degli interventi introdotti dal Decreto Sviluppo, tale deroga è stata estesa a tutte le emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero ai titoli obbligazionari convertibili in azioni. Possiamo osservare come il limite quantitativo di cui sopra, oltre a non applicarsi a qualsiasi emissione di titoli obbligazionari convertibili, in seguito all’entrata in vigore del Decreto non è applicato né alle società quotate, né alle non

⁶² Si fa riferimento alle PMI come a quelle imprese che rientrano nella definizione di *media impresa* espressa nella Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE: *meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un bilancio inferiore a 43 milioni di euro.*

⁶³ Cfr. C. Arlotta, *Op.cit.*, Milano, 2014, p.44

quotate, a condizione che le obbligazioni emesse siano destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Da un punto di vista civilistico si tratta di una delle più rilevanti novità apportate dal Decreto Sviluppo, in quanto elimina il vincolo legale che impediva alle aziende non quotate di finanziare in modo significativo i progetti di crescita. Un'altra caratteristica di fondamentale importanza dei Mini-bond è, di sicuro, quella di prevedere una scadenza uguale o superiore ai trentasei mesi. Tale vincolo consente tuttavia non solo un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento dell'emittente, ma anche il riscontrarsi di una maggiore coerenza tra durata del finanziamento e la vita economica dell'investimento, migliorando così il margine di struttura e conseguentemente la solidità patrimoniale⁶⁴.

Nell'andare a proporre un proprio mini-bond sul mercato, le società emittenti devono rispettare determinati requisiti di emissione elencati di seguito:

- l'ultimo bilancio dell'impresa emittente deve essere assoggettato a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale, iscritti nel *Registro dei revisori legali e delle società di revisione*;
- i titoli devono essere collocati esclusivamente presso investitori qualificati (come definiti dall'art. 100 del D.Lgs. n. 58/1998) che non siano, indirettamente o direttamente, soci della medesima impresa emittente, neanche attraverso una società fiduciaria o interposta persona. Tali titoli, inoltre, devono essere destinati alla circolazione esclusivamente tra gli stessi investitori qualificati.

Al giorno d'oggi, la maggior parte delle società emittenti si serve della consulenza di una banca per emettere mini-bond. Tuttavia, non è necessario procedere in questo modo per legge. Possiamo dunque identificare i diversi attori che agiscono nel mercato dei mini-bond, affiancando imprese emittenti ed investitori istituzionali.

- *Advisor* : consulente che ha la funzione di affiancare l'azienda nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del *business plan*, nell'*information*

⁶⁴ Cfr. C. Arlotta, *Op. cit.*, Milano, 2014, p.45 e ss.

memorandum e quindi nella definizione delle modalità e dei tempi di emissione. I consulenti di tipo legale, poi, verificheranno gli aspetti formali e di compliance;

- *Arranger* : figura professionale che si occupa del collocamento dei titoli sul mercato, individuando i potenziali investitori e occupandosi del “*fine tuning*” rispetto alla definizione dei rendimenti offerti;
- *Società di rating* : rappresenta un altro attore rilevante e di riferimento nell’emissione di giudizi indipendenti sulla solvibilità dell’emittente. Il rating è sicuramente l’informazione principale che il mercato può ricevere circa il rischio di insolvenza dell’impresa emittente. Si tratta, infatti, di un giudizio di merito espresso da una società autorizzata dagli enti di vigilanza circa la remunerazione e il rimborso del capitale;
- *Banche depositarie* : ricoprono un ruolo importante in quanto assistono le emittenti nei processi amministrativi correlati alla dematerializzazione dei titoli e alla gestione dei pagamenti.

In questo contesto, possiamo registrare dei costi volutamente molto bassi per le società emittenti, non essendo previste commissioni. In genere, il costo totale si aggira tra l’1% e il 2,5% per l’emissione complessiva e l’eventuale quotazione del mini-bond, raggiungendo in media un ammontare anno posto tra i 5 e i 15 mila euro. Ulteriori costi potrebbero essere sostenuti nel caso in cui si volesse farsi assegnare un *rating* da una delle società specializzate, la quale potrebbe richiedere una commissione che si aggira intorno ai 20 mila euro. Come già esposto poc’anzi il rating non è obbligatorio, ma il suo conferimento, soprattutto se risulta essere un rating elevato, rende molto più appetibile l’emissione e consente quindi alla società di indebitarsi a tassi più bassi⁶⁵.

Un altro aspetto rilevante nella disciplina dei mini-bond è sicuramente quello del loro regime fiscale. Nell’intento di stimolare e quindi agevolare l’utilizzo di tali strumenti, nel Decreto Sviluppo si è voluto equiparare il regime fiscale delle obbligazioni emesse da società non quotate con quello delle società quotate, garantendo così la neutralità

⁶⁵ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm, Borsa Italiana, *Minibond: cosa sono e come sono disciplinati*, agg. 2017

fiscale. Possiamo osservare come sono state sensibilmente ridotte dal legislatore le divergenze presenti nella disciplina fiscale tra le società italiane quotate e non quotate. In particolare, dall'entrata in vigore del Decreto, alle società non quotate viene applicata l'esenzione della ritenuta sugli interessi e sugli altri proventi corrisposti sulle obbligazioni, mentre i benefici fiscali variano a seconda che gli strumenti finanziari siano quotati o meno. Inoltre, le novità fiscali ai fini delle imposte dirette, apportate dal Decreto Sviluppo prima e dal Decreto Sviluppo *bis* poi, sono rilevanti e riguardano, da una parte, il regime di deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti e, dall'altra, il regime impositivo dei proventi in capo ai sottoscrittori⁶⁶. In più, possiamo segnalare la presenza di numerosi portali informativi e di iniziative messe in atto sul territorio nate negli ultimi anni al fine di diffondere una opportuna conoscenza dei mini-bond. In un prossimo futuro possiamo immaginare, come sta già accadendo in altri comparti del mercato del capitale, una progressiva disintermediazione che porterà gli investitori ad un contatto sempre più diretto con il mercato⁶⁷.

A tal proposito, è opportuno notare come, anche nel corso degli ultimi anni, il Governo abbia adottato una serie di provvedimenti che hanno contribuito ulteriormente a rimuovere i limiti, fiscali e amministrativi, che finora avevano frenato la crescita del mercato dei mini-bond. Perseguendo la finalità di favorire lo sviluppo dei mini-bond come strumento di finanziamento per le aziende non quotate in Borsa, questo processo ha portato ad una graduale diffusione anche tra le PMI più strutturate, per le quali Borsa Italiana ha creato nel 2013 un segmento *ad hoc* del mercato ExtraMOT dove poter negoziare i relativi titoli di debito. In questo segmento professionale, l'ExtraMOT PRO, possono essere quotati *project-bond*, obbligazioni, cambiali finanziarie, mini-bond e strumenti partecipativi. Non si tratta di un mercato regolamentato, ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un *multilateral trading facility* ("sistema di scambi organizzato") attivo tramite una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di *settlement* automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea.

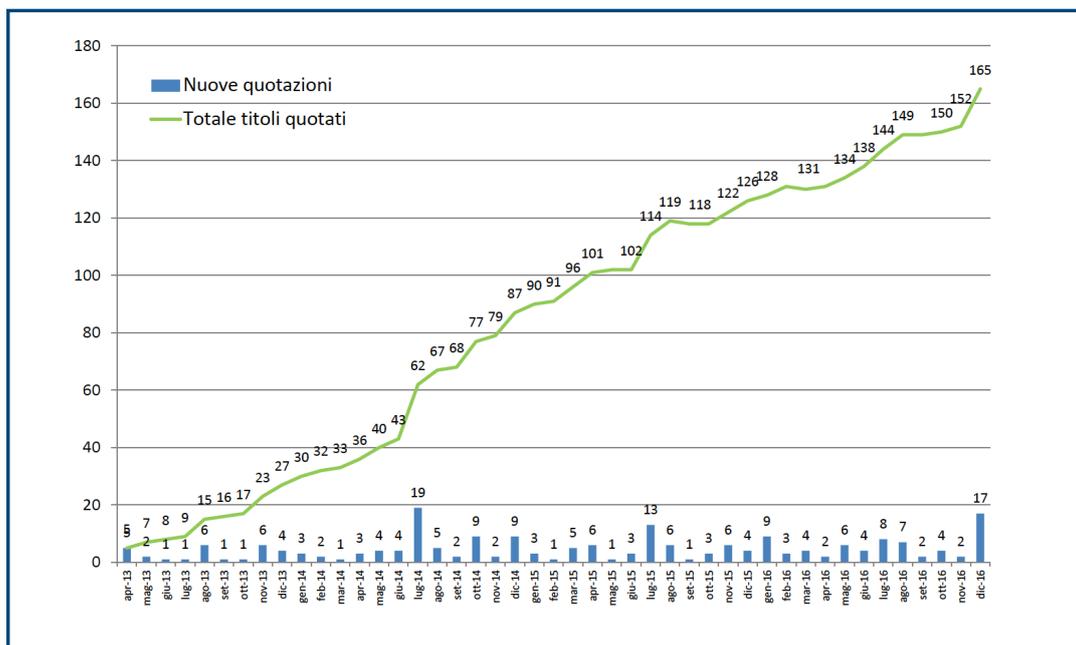
⁶⁶ con la Circolare n. 4/E del 6 marzo 2013, l'Agenzia delle Entrate ha precisato e chiarito le novità fiscali approvate dal Decreto Sviluppo e dal Decreto Sviluppo *bis* rispetto al regime fiscale precedente.

⁶⁷ Cfr. C. Arlotta, *Op. cit.*, Milano, 2014, p.48 e ss.

Possiamo osservare che in questo modo si offre alle imprese, e quindi agli investitori, la possibilità di esplorare ulteriori opportunità in un mercato secondario. Le società emittenti, infatti, tramite questo mercato sono in grado di comunicare periodicamente con i propri investitori, in modo trasparente e standardizzato⁶⁸.

Al 31 dicembre 2016, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana, risultavano 165 i titoli quotati su ExtraMOT PRO (Figura 7), emessi da 137 imprese, per un valore nominale complessivo di 6,241 miliardi di euro. Alla fine dell'anno precedente risultavano invece in quotazione 126 titoli emessi da 110 società per un valore nominale complessivo di 5,350 miliardi di euro. I titoli scambiati erano in gran parte obbligazioni, in minor parte, invece, sono state scambiate cambiali finanziarie. Le nuove quotazioni nel 2016 sono state 68, e i *delisting* 29, legati in 18 casi a titoli in scadenza nel corso dell'anno, in 10 casi al rimborso anticipato di obbligazioni *callable* e in un caso al default della società Grafiche Mazzucchelli Spa⁶⁹.

Figura 7



Fonte: Borsa Italiana

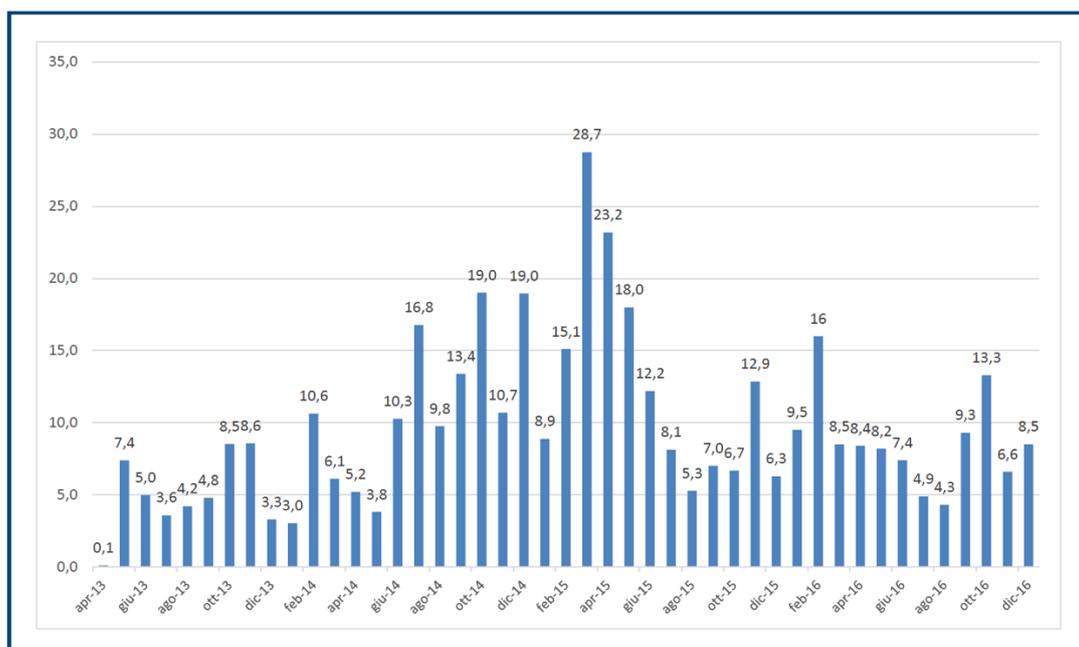
ExtraMOT PRO: flusso delle ammissioni e numero totale di titoli quotati (al netto dei *delisting*) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016.

⁶⁸ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm, Borsa Italiana, *Minibond: cosa sono e come sono disciplinati*, agg. 2017

⁶⁹ Politecnico di Milano School of Management, *3° Report italiano sui Mini-Bond, Osservatorio Mini-Bond*, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Milano, 2017, p.20

Risulta interessante osservare il numero di strumenti che sono stati oggetto di quotazione nel 2016 e sono scaduti dopo pochi mesi entro la fine dell'anno, ad indicare l'esigenza delle imprese di finanziarsi sul mercato mobiliare anche nel breve termine. Dopo tutto, nel 2016 la progressiva crescita del mercato ha trovato conferma, riscontrando un flusso stabile di nuove ammissioni, che hanno registrato un vero e proprio picco a dicembre (17 ammissioni). I collocamenti di maggiore dimensione sono stati operati sul mercato lussemburghese rivolgendosi così ad un insieme di potenziali investitori internazionali, con una doppia linea di quotazione in ossequio alle disposizioni della *Rule 144* del *Securities Act* in vigore negli USA.

Figura 8



Fonte: Borsa Italiana

Titoli quotati su ExtraMOT PRO: controvalore mensile degli scambi (in milioni EUR) dall'apertura del mercato al 31 dicembre 2016.

Nel 2016 si sono registrati scambi tramite 978 contratti su ExtraMOT PRO, per un controvalore di 105 milioni di euro. Il controvalore medio di ciascun contratto è stato dunque pari a circa 107 mila euro. Nel 2015, invece, i contratti erano stati 1.253 e il controvalore complessivo è stato pari a € 152 milioni.

Tuttavia, nell'andare ad analizzare la quantità di contratti e il relativo controvalore (*Figura 8* – controvalore mensile delle contrattazioni), è opportuno considerare che i

numeri rimangono così contenuti negli anni a causa del fatto che si tratta di un mercato aperto solo ad investitori istituzionali. Questi, infatti, il più delle volte operano seguendo una logica di “*buy-and-hold*”, come appare chiaro ad esempio nel caso dei fondi chiusi di *private debt*. Nel dettaglio, i titoli che hanno registrato compravendite nel 2016 sono stati 53, contro i 42 dell’anno precedente.

Come abbiamo potuto osservare da quanto esposto finora, l’industria dei mini-bond ha confermato nel 2016 uno sviluppo costante, seppur non a ritmi di crescita elevatissimi, in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e, successivamente, dal *credit crunch*. La crescita è infatti migliorata nonostante il miglioramento delle condizioni di accesso al credito registrato nel 2016, confermando quindi l’opzione dei mini-bond quale fonte di finanziamento alternativa e complementare. In Italia operano più di 10 mila imprese con fatturato superiore ai 5 milioni di euro e utili medi del 10 per cento e, come tali, sono pronte ad accedere a questo interessante mercato alternativo del credito. Rispetto al 2015, nel 2016 è aumentata la proporzione delle PMI, passando dal 48,3% al 73,9%.

Il 2016 si è confermato un anno di continua crescita anche per il mercato ExtraMOT PRO, che ha finalmente consentito alle imprese di identificare un mercato secondario adatto per i mini-bond, con procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose⁷⁰. Dalla nascita di questi strumenti finanziari le imprese italiane che hanno emesso mini-bond sono 222, tra cui 104 sono di piccole e medie dimensioni. La totalità delle emissioni è arrivata a quota 292 (alcune aziende hanno collocato più di un titolo), per un controvalore totale di 11,5 miliardi di euro, cifra che risulta ancora lontana dal potenziale di 50 miliardi che si ipotizzava nel 2012. Oltre ad uno sviluppo in termini di volumi, possiamo notare come il mercato dei mini-bond italiano sia in crescita anche nella sua qualità. Si è allargata, ad esempio la base di investitori che opera sul mercato con un aumento anche della presenza di investitori internazionali, che coprono ormai il 28% del mercato nazionale, superati solo (al 31%) dai fondi di *private debt*⁷¹.

⁷⁰ Politecnico di Milano School of Management, *Op.cit.*, Milano, 2017, p.22 e p.7

⁷¹ Sole 24 Ore, *Mini-Bond, in quattro anni emissioni per 11,5 miliardi*, Marzo 2017

2.2.2 Lending Based Crowdfunding:

le piattaforme di peer-to-peer lending⁷²

Negli ultimi tempi abbiamo assistito ad una profonda trasformazione avvenuta nell'*Industry* della Finanza, verificatasi con una rilevanza di livello globale. Possiamo vedere come quest'ultima, ormai da tempo, ha ampliato la varietà di servizi offerti, diversificato i canali di distribuzione ed innovato le procedure di gestione del rischio grazie al sempre più diffuso utilizzo di nuovi strumenti nel campo dell'*information and communication technology* (ICT).

I più recenti sviluppi dell'ICT hanno esteso, in modo rilevante, le opportunità di ingresso di nuove aziende nel mercato dei servizi finanziari. A tal proposito, è stato registrata una crescente offerta di prodotti finanziari da parte delle cosiddette imprese *FinTech*, che ha proposto ai consumatori prezzi estremamente competitivi per l'accesso a servizi di pagamento, consulenza, investimento o finanziamento. Da questo punto di vista, l'intero settore bancario sta riscontrando una chiara difficoltà a rispondere a queste nuove sfide, data la presenza di sistemi informatici troppo complessi o difficili da aggiornare, strutturalmente non al passo con il rapido sviluppo di nuove tecnologie. Una delle principali categorie di imprese *FinTech* sono proprio quelle che offrono piattaforme di prestito collettivo *peer to peer lending*, o meglio dette *lending-based crowdfunding* (LBC). La prima piattaforma di LBC, *Zopa*⁷³, è stata fondata in Inghilterra nel 2004 da un ristretto team di esperti nell'applicazione di nuove tecnologie nel sistema bancario, ispirati, a quel tempo, dal tipico meccanismo di funzionamento dei mercati obbligazionari⁷⁴. Da allora questo fenomeno si è diffuso in tutto il mondo con una crescita a dir poco esponenziale.

Il *lending based crowdfunding* consiste nella sottoscrizione (diretta o indiretta) di un contratto di debito, tipicamente per mezzo di una piattaforma *online*, da parte di finanziatori e prenditori. Tramite tale contratto, i primi forniscono una somma in denaro e i secondi si impegnano a restituire il capitale maggiorato da un tasso di

⁷² Si procede come in: M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, Marzo 2017

⁷³ sito ufficiale: www.zopa.com

⁷⁴ Cfr. Atz., U. e D. Bholat, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, *Staff Working Paper No. 589*, Bank of England, 2016

interesse, in un dato orizzonte temporale. I soggetti finanziati sono famiglie, associazioni senza scopo di lucro e PMI, mentre gli investitori possono essere generalmente singoli individui, società che offrono servizi di gestione patrimoniali, investitori istituzionali o banche.

Nel panorama economico mondiale, il diffondersi di questo fenomeno ha visto l'adozione di modelli di business molto diversi tra loro. Tuttavia, possiamo identificare nella quasi totalità delle piattaforme di *peer-to-peer* che facilitano l'incontro tra domanda e offerta di finanziamenti, le seguenti caratteristiche comuni:

- i. raccolgono le domande di finanziamento da parte dei potenziali debitori, i quali provvedono a fornire informazioni relative alla loro identità;
- ii. selezionano i debitori sulla base del loro merito di credito e assegnano loro un punteggio (*rating*), che in sintesi esprime la probabilità che il finanziamento venga ripagato;
- iii. consentono agli investitori di finanziare anche solo una piccola porzione dei prestiti richiesti dai debitori;
- iv. gestiscono i flussi di pagamento tra i debitori e investitori (direttamente o tramite una società di *servicing*);
- v. i servizi offerti vengono prestati quasi esclusivamente per mezzo di canali digitali con processi ampiamente standardizzati e automatizzati;
- vi. vengono remunerate tramite commissioni proporzionali all'importo del debito e dell'ammontare investito.

Al fine di avere un quadro completo e sufficientemente dettagliato sul funzionamento e sull'operatività delle piattaforme, è opportuno soffermarsi sulla gestione dei rapporti con debitori ed investitori e, più in generale, sulle modalità relative ai flussi di pagamento. Successivamente, è bene porre lo sguardo sulla dimensione del mercato di riferimento, sui principali benefici e rischi, ed infine sulla regolamentazione a riguardo.

Gestione dei rapporti con i debitori

I prestiti a cui posso accedere i debitori sono solitamente mutui a tasso fisso, di importo compreso tra 1000 euro e 1 milione di euro. La durata dei contratti, invece, può variare da un minimo di pochi mesi, ad un massimo di 5 anni. A tal proposito, c'è da sottolineare che nella prassi quasi sempre risulta possibile estinguere il prestito anticipatamente, senza l'aggiunta di ulteriori costi. Inoltre, di solito i finanziamenti non sono accompagnati da rispettive garanzie, ma recentemente si sta diffondendo la stipula di contratti garantiti in questo senso, soprattutto per finalità particolari come l'acquisto di un immobile.

Nel richiedere qualsiasi tipo di finanziamento, il debitore deve andare a fornire specifiche informazioni sulla sua identità, reddito o bilancio (nel caso di PMI). Tali informazioni vengo verificate dalla piattaforma più o meno accuratamente, a seconda della giurisdizione a cui è sottoposta. Solo pochi Stati, infatti, prevedono una regolamentazione specifica che preveda dei requisiti minimi in ottica di *due diligence*. Inoltre, tramite la raccolta e la successiva analisi dei dati forniti le piattaforme sono chiamate a valutare il merito creditizio dei clienti ricorrendo, nella maggioranza dei casi, a informazioni fornite dai *credit bureau*⁷⁵, usati normalmente dagli intermediari finanziari, e in maniera residuale a informazioni reperibili dalla rete e quindi dai *social media*.

Gestione dei rapporti con gli investitori

Nel corso degli ultimi anni abbiamo assistito ad un'estrema semplificazione delle modalità attraverso le quali le piattaforme permettono l'incontro da domanda e offerta di fondi. Questo mutamento, tuttavia, ha reso il LBC molto più simile all'intermediazione tradizionale, rispetto al carattere unicamente *peer-to-peer* delle prime piattaforme. Le modalità più diffuse al giorno d'oggi sono:

⁷⁵ *Credit bureau*: servizio fornito dalle Centrali Rischi alle proprie società clienti (istituti bancari, finanziarie) che prevede la comunicazione di informazioni sulla storia creditizia dei soggetti censiti, in base alle quali l'istituto finanziario potrà valutare l'affidabilità creditizia di un soggetto richiedente un finanziamento. (disponibile su: www.prestitionline.it/guide-e-strumenti/glossario-prestiti/credit-bureau.asp)

- fissato il tasso di interesse dalla piattaforma sulla base del *rating*, gli investitori decidono quali soggetti finanziare e per quale importo. Nella maggioranza dei casi viene data la possibilità all'investitore di optare per una ripartizione automatica del proprio investimento, che viene diviso dalla piattaforma tra più debitori secondo il profilo di rischio-rendimento, la durata e l'ammontare complessivo dell'investimento precedentemente selezionati. Questa modalità operativa è la più diffusa negli USA ed è quella prevalente per i finanziamenti alle PMI nel Regno Unito;
- gli investitori non hanno la possibilità di scegliere tra i possibili debitori da finanziare. Questi ultimi vengono scelti direttamente dalla piattaforma in base ai criteri di durata e del profilo rischio-rendimento dell'investimento. Solitamente, per sopperire alla mancata possibilità di scelta dei debitori, i prestiti sono garantiti da un fondo di salvaguardia gestito da una società terza, il quale ha la finalità di coprire eventuali perdite ed è determinato sulla base delle perdite attese. Tale modello è quello maggiormente diffuso tra le piattaforme per prestiti a famiglie nel Regno Unito;
- i finanziatori acquistano quote di un fondo comune di investimento, il quale, a sua volta, finanzia prestiti attraverso la piattaforma. Questa modalità è la più recente e, al momento, sono pochissime le piattaforme che la adottano.

Gestione dei flussi di pagamento

Per quanto riguarda la gestione dei flussi, possiamo osservare che la quasi totalità delle piattaforme svolge l'attività di *servicing* del debito, anche nei casi di ritardo di pagamenti, e quando si deve operare il recupero delle somme dovute. Una differenziazione maggiore, invece, la si riscontra nelle modalità di erogazione del credito, che porta inevitabilmente anche ad un grado di rischio degli investimenti completamente diverso a seconda dei casi. Dopo una prima fase in cui le proposte di offerta provenienti dai vari finanziatori raggiungono l'ammontare domandato dal debitore, le due principali modalità di erogazione del credito sono:

1. la piattaforma fornisce ai soggetti coinvolti la struttura operativa ed anche legale al fine di sottoscrivere i singoli contratti di debito. Nell'esplicarsi di

- questo processo, i fondi offerti dai finanziatori sono depositati presso una banca terza che provvederà poi al trasferimento presso il debitore. I rischi presenti in questa modalità di erogazione, che è ad oggi la più diffusa in Europa, si possono ricondurre solamente a quelli tipici del contratto di debito;
2. la piattaforma dà disposizione ad una banca partner di erogare il prestito al richiedente di fondi. Ecco che, dopo pochi giorni, la piattaforma provvede all'acquisto di tale finanziamento, mantenendolo nel proprio bilancio. Successivamente vediamo che il credito viene finanziato tramite l'emissione di titoli di debito dalla piattaforma, il cui rendimento dipende dalla corresponsione delle rate da parte del debitore. Di conseguenza, l'insieme dei finanziatori sopporterà non solo il rischio di credito del debitore, ma anche quello relativo alla piattaforma.

La dimensione del mercato di riferimento

Nonostante il fenomeno delle piattaforme LBC sia in continua espansione, l'ammontare dei prestiti da queste erogati rappresenta ancora una piccola frazione del totale dei finanziamenti concessi dagli intermediari tradizionali. I paesi in cui il *lending-based crowdfunding* è più diffuso sono la Cina, gli Stati Uniti e il Regno Unito. Si è stimato che nel 2015 i finanziamenti tramite le piattaforme di LBC in Cina siano stati pari 66 miliardi di dollari, registrando un aumento del 290% rispetto all'anno precedente. Negli USA *Lending Club* e *Prosper*, le due maggiori piattaforme LBC nazionali, hanno erogato prestiti per più di 10 miliardi di dollari nel 2015, quasi raddoppiando il dato dell'anno precedente.

Nel Regno Unito, invece, l'ammontare complessivo dei finanziamenti erogati ha raggiunto i 2,7 miliardi di sterline nel 2015 (oltre il 70% in più dell'anno precedente)⁷⁶. Di questi, possiamo notare come ben 1,5 miliardi siano confluiti verso le PMI. Escludendo le imprese operanti nel settore degli immobili residenziali, è possibile stimare che, in Inghilterra, i nuovi prestiti erogati tramite le piattaforme sono arrivati a rappresentare circa il 14% del totale dei finanziamenti concessi alle PMI dalle banche, al netto dei rimborsi.

⁷⁶ Cfr. Nesta, *Pushing boundaries, the 2015 UK Alternative Finance Industry Report 2016*, University of Cambridge, 2016

Nel nostro Paese il LBC, nonostante sia presente dal 2008, fa ancora fatica a crescere, rispecchiando pienamente il trend di lieve crescita registrato negli ultimi anni in Europa. Attualmente in Italia sono attive sei piattaforme, delle quali tre specializzate nel mercato dei prestiti personali, una nei finanziamenti a organizzazioni senza scopo di lucro, ed una riservata all'erogazione di prestiti alle PMI. Dal momento della loro fondazione, le principali piattaforme nazionali hanno erogato finanziamenti per soli 26 milioni di euro con poco meno di 10 milioni di nuove emissioni nel 2015, il che conferma una diffusione di questo settore di business ancora poco significativa.

I Benefici

La diffusione crescente del modello di business LBC presenta numerosi vantaggi. In prima istanza, di sicuro possiamo affermare che questa può, da un lato, contribuire alla riduzione del costo dell'intermediazione finanziaria e, dall'altro, consentire una maggiore diversificazione del portafoglio di famiglie e investitori istituzionali. Inoltre, in un'ottica di lungo periodo, può migliorare significativamente le condizioni finanziarie delle PMI e delle famiglie aumentando l'offerta di credito e permettendo di ridurre la forte dipendenza dal canale di finanziamento bancario. A fronte di un grande abbattimento dei costi causato dall'uso intensivo di nuove tecnologie e dalla disintermediazione del credito, le piattaforme LBC riescono ad offrire ai propri clienti delle condizioni molto più vantaggiose, in termini di rendimenti e costi di finanziamento, rispetto a quanto non avvenga se si trattasse di un intermediario tradizionale.

A tal proposito, un recente studio di Deloitte⁷⁷ conferma la capacità del LBC di ridurre i tassi offerti ai debitori, soprattutto nel segmento del credito al consumo. Dal confronto tra le offerte online degli intermediari tradizionali e quelle delle piattaforme LBC, emerge come queste ultime praticino in media dei tassi significativamente più bassi ai debitori, in particolare per i prestiti di minor dimensione.

Per quanto concerne invece i tassi percepiti dagli investitori, è più difficile fornire un'analisi sufficientemente dettagliata per la mancanza di un investimento alternativo comparabile. Tuttavia, possiamo rilevare che i dati pubblicati dalle piattaforme

⁷⁷ Cfr. Deloitte, *Marketplace Lending. A temporary phenomenon?*, 2016

indicano che i rendimenti percepiti sono stati, in media, maggiori rispetto a quelli che si sarebbero ottenuti investendo nei principali indici azionari.

Un ulteriore aspetto positivo lo si può identificare nel fatto che il LBC consente alle PMI di differenziare le proprie fonti di finanziamento. A causa della poca chiarezza dei loro bilanci e della piccola dimensione dei finanziamenti richiesti, le PMI non beneficiano dell'accesso diretto ai mercati finanziari e, come già rimarcato nei paragrafi precedenti, il loro *funding* dipende quasi totale dal canale bancario. La possibilità di accedere quindi a fonti di finanziamento alternative offerta dalle piattaforme di LBC, potrebbe dunque rappresentare un elemento di centrale importanza soprattutto in fasi del ciclo economico condizionate da eventi avversi.

I Rischi

A fronte dei benefici appena esposti, esistono dei rischi legati al LBC da non trascurare. Un primo rischio identificabile è sicuramente quello che l'espansione del business del LBC si realizzi mediante il finanziamento di soggetti non meritevoli di credito, conducendo quindi ad un'inefficiente allocazione del risparmio. Una scarsa attenzione nel selezionare i debitori potrebbe essere causata in primis dal fatto che le piattaforme generalmente non assumono il rischio di credito, ma anche dalla necessità di aumentare velocemente i volumi finanziari. Il core-business del settore, infatti, si fonda proprio su una tecnologia caratterizzata da elevate economie di scala. Inoltre, è bene ricordare che i modelli di rating utilizzati dalle piattaforme non sono sottoposti a controlli da parte delle autorità di vigilanza e non sono stati testati per un periodo sufficientemente lungo, quindi è ragionevole pensare che potrebbero sottostimare il rischio di credito dei debitori.

Un altro fattore che potrebbe minare la fiducia degli investitori nella capacità di selezione della clientela da parte delle piattaforme è sicuramente il verificarsi di un aumento inaspettato dei tassi di insolvenza dei prestiti finanziati tramite il LBC. Il fallimento di una piattaforma di sicuro provocherebbe effetti anche sui finanziatori, ponendo a rischio così la stabilità finanziaria. Inoltre, anche nel caso in cui i contratti di credito siano stipulati in modo diretto tra finanziatori e prenditori, il fallimento della piattaforma comprometterebbe l'attività di *servicing*.

Infine, si rilevano dei rischi potenzialmente significativi per debitori e investitori derivanti da una mancanza di trasparenza delle condizioni applicate nei contratti stipulati, e dalla possibile mancata protezione dei dati sensibili. Alcuni sondaggi⁷⁸, infatti, mostrano come in molti casi non vi sia una piena consapevolezza del panorama degli effettivi rischi derivanti dal finanziamento o investimento in prestiti erogati da piattaforme di LBC.

La Regolamentazione

Al giorno d'oggi pochi paesi hanno una regolamentazione specifica per il LBC, tra cui troviamo Francia, Portogallo e Regno Unito. La Commissione Europea, soprattutto negli ultimi anni, sta seguendo con attenzione lo sviluppo di questo modello di business, ma tuttavia considera ancora non necessaria una regolamentazione a livello comunitario. In Italia, non essendoci una normativa specifica, i soggetti coinvolti nell'attività di LBC devono rispettare le norme che disciplinano le diverse riserve di attività, come per esempio la raccolta del risparmio, l'attività bancaria o la mediazione creditizia. Nella maggioranza dei casi, le piattaforme LBC nel nostro paese sono autorizzate a operare come istituti di pagamento, prevedendo in tal modo una chiara separazione tra il patrimonio dell'azienda e quello degli investitori. La Banca d'Italia ha operato recentemente, dopo una lunga *consultation*, un provvedimento riguardante la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, fornendo dei chiarimenti in merito ai limiti da rispettare per far sì che l'attività di finanziamento collettivo sia svolta coerentemente con le norme sulla raccolta del risparmio fra il pubblico. Particolare attenzione è stata focalizzata su come l'acquisizione di fondi da parte dei soggetti che si finanziano tramite le piattaforme deve essere basata su trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Tuttavia, la scelta di non redigere una normativa *ad hoc* è da ricercarsi nell'assunzione che le dimensioni del mercato non siano tali da giustificarla e che questa potrebbe rappresentare un eccessivo costo per le società che gestiscono le piattaforme, compromettendone così la crescita⁷⁹.

⁷⁸ Cfr. Deloitte, *Marketplace Lending. A temporary phenomenon?*, 2016

⁷⁹ Cfr. M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, Marzo 2017

2.2.3 Equity Crowdfunding

Il *crowdfunding* consiste nella richiesta al pubblico di finanziamenti, generalmente tramite una piattaforma *online*, da parte di soggetti che necessitano di fondi al fine di sviluppare progetti o semplicemente per scopi personali. I soggetti richiedenti sono tipicamente individui, imprese o associazioni senza scopo di lucro. La piattaforma ne agevola l'incontro con i possibili finanziatori⁸⁰.

Il *crowdfunding* rappresenta una vera e propria soluzione di finanziamento alternativa. Il processo si articola tramite il conferimento di somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, da parte di più persone ("folla", *crowd*) al fine di finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere, talvolta ricevendo in cambio una ricompensa⁸¹. Nel panorama economico mondiale questo settore di business si è diffuso nel tempo assumendo diverse forme. Le principali risultano essere:

- *donation-based crowdfunding*: i finanziatori effettuano donazioni senza pretendere nulla in cambio;
- *reward-based crowdfunding*: i soggetti finanziati promettono ai finanziatori un compenso in natura;
- *equity-based crowdfunding*: i finanziatori partecipano al capitale di un'impresa (tipicamente una *start-up* o un'impresa di costruzioni) confidando nella futura distribuzione di dividendi e della rivalutazione delle quote di partecipazione.

Tuttavia, coerentemente con l'obiettivo finale del lavoro, in questa sede ci soffermeremo solo ed unicamente sul terzo modello di business.

Come già esposto poc'anzi, si parla di *equity-based crowdfunding* quando tramite l'investimento online si ottiene un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso a fronte del finanziamento si riceve in cambio il complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che discendono dalla partecipazione nell'impresa. Attraverso questo modello di business viene data ad una *start-up* o PMI un'importante

⁸⁰ Cfr. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, Febbraio 2015

⁸¹ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm, Borsa Italiana, *Cos'è il crowdfunding*, agg. 2014

possibilità di presentarsi ad un vasto parco di potenziali investitori, nell'ottica di reperire le risorse finanziarie necessarie al finanziamento dell'attività operativa e, più nello specifico, alla realizzazione del piano industriale. Possiamo osservare che ciò rappresenta un vero e proprio cambio di paradigma nella fase di avvio e di primo sviluppo dell'azienda. Infatti, seguendo i metodi tradizionali, chi avvia una start-up e quindi necessita di reperire capitali, nella maggior parte dei casi si scontra con forti difficoltà di accesso al credito bancario. Nonostante il sistema economico e giuridico in cui viviamo preveda anche la possibilità di ottenere contributi pubblici o finanziamenti a tassi agevolati, risulta sempre essere necessario l'anticipo delle risorse da parte dell'azienda che, sebbene in possesso dei requisiti previsti, non riceve alcuna certezza sui tempi di erogazione.

Tramite l'utilizzo di questo strumento si può cercare di superare le difficoltà esposte finora, in prima battuta presentando l'idea innovativa alla base del progetto ed il management aziendale e, in secondo luogo, proponendo al pubblico la condivisione dei successi attesi per mezzo della partecipazione al capitale. L'*equity-crowdfunding*, infatti, pone l'accento sulle idee e sulle persone che, se meritevoli, hanno quindi la possibilità di raccogliere risorse finanziarie occorrenti. Inoltre, questo meccanismo di validazione del modello d'impresa da parte della comunità online può rappresentare, nel breve periodo, un attestato di garanzia utilizzabile dalle banche per concedere affidamenti ad imprese che altrimenti difficilmente sarebbero state finanziabili. In questo caso, i finanziamenti erogati vanno a perseguire un obiettivo di rafforzamento complessivo dell'iniziativa⁸².

Come abbiamo potuto osservare finora, il fenomeno dell'*equity crowdfunding* si presenta essere in pieno sviluppo e ricopre un ruolo di centrale importanza per le piccole e medie imprese nel sistema economico mondiale. Da un punto di vista normativo, l'Italia è stato il primo Paese europeo a redigere una normativa specifica ed organica riservata all'*equity crowdfunding*. Le norme introdotte dal Decreto Legge n. 179/2012, il cosiddetto "*Decreto crescita bis*"⁸³, definiscono il *crowdfunding* come uno strumento che ha la finalità di favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento atte a sfruttare le potenzialità di internet.

⁸² Cfr. Consob, *L'equity crowdfunding, Position papers*, Roma, 2016, p. 7 e ss.

⁸³ successivamente convertito nella Legge del 17 dicembre 2012, n. 221

I principali benefici e costi dell'*equity crowdfunding* possono essere sintetizzati come segue:

Figura 9

Benefici		Costi
Equity financing	Raccolta delle risorse finanziarie nella forma di mezzi propri (c.d. capitale "paziente") e, pertanto, in grado di sostenere la fase di sviluppo d'impresa o il lancio di un nuovo prodotto.	Si tratta di un'operazione di natura straordinaria (raccolta di nuovo capitale di rischio) che incide sui diritti patrimoniali e amministrativi della nuova compagine sociale.
Fast track	Dal set-up dell'offerta al suo <i>closing</i> intercorrono mediamente 6 mesi di tempo e si pongono le basi culturali per la successiva fase di <i>expansion</i> .	Devono essere resi pubblici il piano industriale, le strategie aziendali e, sebbene tutelati dalla legislazione nazionale/UE, la proprietà intellettuale.
Low cost	I costi dell'operazione sono contenuti, trasparenti e collegati al buon esito dell'operazione di raccolta. Tendenzialmente sono rappresentati dalla commissione richiesta dal portale per l'offerta al pubblico degli strumenti di capitale dell'emittente (quasi sempre <i>success fee</i>), e dagli oneri bancari per la tenuta del c/c vincolato. Eventuali altre spese professionali come l'avvocato, il commercialista, il video-maker, etc. sono a discrezione dell'emittente.	Ai fini del raggiungimento dei target di raccolta è opportuno sostenere l'offerta con un'intensa attività di comunicazione (a titolo esemplificativo: interviste, partecipazione ad eventi, utilizzo di social network/ web community, ecc.).
Focus on business	Trattandosi di un'offerta pubblica, ogni nuovo contatto con potenziali investitori non "distrae" il management dalla gestione dell'azienda/progetto (il dossier informativo è pubblico e disponibile sul portale)	Occorre essere preparati a gestire il passaggio da una compagine azionaria, generalmente ristretta, ad una più allargata. Ne consegue, ad esempio, la possibilità di recepire clausole statutarie per la tutela delle minoranze, di nominare nel C.d.A. componenti espressione delle minoranze, di istituire organismi di controllo (revisore unico o sindaci), etc.
Market validation	Il buon esito dell'operazione di raccolta on-line rappresenta un significativo test di mercato "sull'appetibilità" di nuovi prodotti/servizi proposti al mercato.	
Valuable network	Le relazioni/contatti che si producono con la pubblicazione dell'offerta on-line creano valore per l'azienda. Ne consegue la genesi di investitori e di semplici persone/curiosi che potenzialmente potranno trasformarsi in clienti, fornitori, dipendenti, collaboratori, "ambasciatori" del prodotto/servizio dell'emittente, ecc.	L'accesso al mercato dei capitali richiede un cambiamento culturale soprattutto dell'imprenditore in termini di: maggiore trasparenza verso i vari stakeholder dell'azienda (ad esempio, la rendicontazione sul progetto imprenditoriale (milestone raggiunti), l'informativa periodica finanziaria, i fatti più salienti, ecc.).
Shareholder+	All'interno delle relazioni/contatti susseguenti alla conclusione di una campagna di equity crowdfunding si creano frequentemente rapporti con persone e/o partner industriali-portatori di competenze, esperienze e relazioni in grado di supportare la crescita aziendale.	La pubblicazione di dati/informazioni relative ai curricula alle caratteristiche e ai tempi di rilascio del prodotto/servizio, alla protezione della proprietà intellettuale, alle analisi di mercato, alla disclosure su eventuali partner industriali/finanziari richiede assunzione di responsabilità da parte degli offerenti. È essenziale evitare la diffusione di target irraggiungibili.
Rating upgrade	La validazione di una nuova iniziativa imprenditoriale da parte di una comunità di investitori on-line rafforza la credibilità (soprattutto in termini di capitalizzazione) dell'emittente nei confronti del sistema bancario e agevola l'accesso ad ulteriori fonti di finanziamento.	Il mercato "si fonda" sulla fiducia.

Fonte: Consob, *L'equity crowdfunding, Position papers, 2016*

Proprio dal Decreto Crescita *bis* è partito, dunque, il processo di regolamentazione nel nostro Paese, che ha visto il suo completamento il 26 giugno 2013, con l'approvazione del Regolamento Consob n. 18592/2013.

Oltre ad esporre tutta la normativa di dettaglio, il Regolamento Consob suddetto disciplina alcuni specifici aspetti del fenomeno con la finalità di porre questo modello di business in un contesto affidabile, che sia in grado quindi di creare fiducia negli

investitori. A tal proposito, possiamo osservare come le informazioni necessarie ai fini della valutazione dell'investimento in start-up innovative devono essere raccolte nei portali *online* che operano nel *crowdfunding*. In più, tali piattaforme sono vigilate dalla Consob e, conseguentemente a facilitare la raccolta di capitale di rischio delle start-up innovative, devono fornire agli investitori tutte le informazioni riguardanti sia l'azienda che la singola offerta attraverso apposite schede, redatte in conformità al modello standard allegato al Regolamento. Tali schede possono essere presentate anche con strumenti multimediali come immagini, video o "*pitch*" attraverso i quali viene descritta l'azienda, il suo business, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire tramite l'investimento richiesto.

Nel momento in cui un investitore decide di investire in una start-up, il gestore del portale è obbligato a trasmettere l'ordine di adesione ad un'impresa di investimento o ad una banca le quali provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari e a raccogliere le somme corrisposte in un conto indisponibile a favore dell'emittente. Inoltre, secondo la normativa vigente (MIFID) le banche e le SIM dovranno svolgere quest'attività rispettando gli obblighi informativi e di comportamento verso gli investitori. Tuttavia, è prevista un'esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento se per gli investimenti delle persone fisiche non c'è il superamento di un ammontare pari a 500 euro per singolo ordine e 1.000 euro per gli ordini complessivi annuali, mentre, per gli investimenti delle persone giuridiche, questi non devono eccedere i 5.000 euro per singolo ordine e i 10.000 euro per ordini complessivi annuali⁸⁴.

La limitazione alla sola categoria delle start-up innovative, presente nel Decreto del 2012, è da ricondursi al desiderio di avviare una sperimentazione circoscritta, in fase iniziale, dello strumento. Tuttavia, il campo è stato ampliato anche alle PMI innovative in seguito al Decreto Legge 24 gennaio 2015, n.3, noto come "*Investment Compact*"⁸⁵, che ha introdotto in più altre innovazioni volte a facilitare la diffusione dell'*equity crowdfunding*. Le più rilevanti sono di sicuro l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli offerenti potenziali (da questo momento anche OICR) e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta (azioni e quote di OICR). La possibilità di ricorrere

⁸⁴ disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm, Borsa Italiana, *Cos'è il crowdfunding*, agg. 2014

⁸⁵ successivamente convertito nella Legge del 24 marzo 2015, n. 33

al *crowdfunding* per i titoli di debito resta ancora esclusa, data l'ammissione unicamente della raccolta di capitale di rischio.

Si intravede quindi, un'operatività a regime di questo modello di business piuttosto ampia sia per gli offerenti che per gli investitori. Data la necessità di adeguare ed integrare il Regolamento suddetto con le novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015 n.3, la Consob, dopo aver raccolto le considerazioni degli operatori del settore tramite una consultazione pubblica, ha proceduto alla modifica della regolamentazione. Tale processo di revisione della normativa secondaria, ispirato alle migliori *best practices* internazionali, si è concluso il 24 febbraio 2016 con la delibera n. 19520 di approvazione delle modifiche regolamentari. Tra le principali innovazioni introdotte possiamo segnalare: l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli offerenti e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta, ma anche l'estensione del novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori professionali ai fini del perfezionamento della stessa. Inoltre, è stata introdotta anche per i gestori dei portali dotati di necessari requisiti organizzativi, la possibilità (*opt-in*) di effettuare la necessaria valutazione di appropriatezza nei confronti degli investitori direttamente tramite la piattaforma, consentendo in questo modo lo svolgimento totalmente *online* delle operazioni di investimento. In questo caso, possiamo osservare come le banche e le imprese di investimento sono chiamate a curare esclusivamente la costituzione della provvista e la successiva esecuzione delle operazioni (senza necessità quindi di stipulare un contratto quadro in forma scritta). Andando ad analizzare l'incidenza di questo modello di business sul sistema economico e finanziario, possiamo notare come, dall'avvio del mercato, abbia generato in Italia complessivamente un volume di raccolta intorno ai 3,7 milioni di euro. In materia, la Banca Mondiale stima per il 2025 una raccolta di oltre 90 miliardi di euro/anno nel mondo⁸⁶. In una prospettiva di lungo periodo, si possono scorgere nella normativa dedicata allo sviluppo dell'*equity crowdfunding* elementi che possono originare cambiamenti di ben più ampia portata nei modelli culturali radicati nel nostro sistema imprenditoriale. Attraverso un processo di democratizzazione dell'economia,

⁸⁶ È un dato che riguarda l'intero comparto del *crowdfunding* a livello globale, non limitato all'*equity-invest*, anche se questo è visto come il più promettente come tassi di crescita e capace di superare il tradizionale *venture capital*. Il Report della World Bank "*Crowdfunding's potential for the developing world*" è consultabile all'indirizzo: www.infodev.org/infodevfiles/infodev_crowdfunding_study_0.pdf

intesa come la possibilità dei cittadini di accedere direttamente alle opportunità di investimento e delle start-up o PMI di accedere alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione, la raccolta di capitale di rischio inevitabilmente passerà attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti. In questo modo, il filtro della meritocrazia porterà progressivamente a far diventare scienza e tecnologia il vero traino dell'economia. Inoltre, nei prossimi anni, si attende un continuo significativo sviluppo di questo modello di business ed è ragionevole aspettarsi dossier e piani di imprese di qualità più elevata rispetto agli attuali, anche su progetti di minori dimensioni. Tutto ciò sarà accompagnato da una crescente maturità della classe imprenditoriale, la quale si dovrà mostrare sempre più sensibile a temi come quello della trasparenza informativa e della verificabilità dei dati.

Da un punto di vista più ampio, è ragionevole pensare che si potranno osservare altri effetti, non di secondaria importanza, nel graduale superamento di due limiti storicamente connaturati alle PMI italiane: la compagine sociale ristretta e la dimensione aziendale micro. Tramite l'*equity crowdfunding*, infatti, le aziende disporranno di mezzi propri (patrimonio netto) in linea con le dimensioni dell'investimento che metteranno in atto, e tali mezzi perverranno da una moltitudine di investitori (fra cui anche gli investitori professionali) che, nella maggior parte dei casi, non si limiteranno ad una mera partecipazione nel capitale, ma apporteranno competenze, relazioni e funzioni di controllo. A tal proposito, sarà di fondamentale importanza dedicare una attenzione particolare in materia di gestione della corporate-governance, che da sempre rappresenta una delle criticità maggiori delle PMI italiane. In conclusione, è opportuno sottolineare come l'*equity crowdfunding* presenta molte analogie con un'offerta pubblica iniziale o IPO (*Initial Public Offering*). Di conseguenza, questo strumento può essere visto come un primo approccio ai mercati finanziari che, nel tempo, potrebbe dar vita ad una nuova generazione di imprese il cui punto d'arrivo naturale sarà l'ammissione alla quotazione sui mercati minori dedicati alle PMI (come l'AIM Italia, per esempio) e, successivamente, il *listing* sui mercati regolamentati maggiori, sia esteri che nazionali (tipo l' MTA di Borsa Italiana)⁸⁷.

⁸⁷ Cfr. Consob, *Op. cit.*, Roma, 2016, p. 8 e ss.

2.3 La Capital Market Union⁸⁸

La *Capital Markets Union*, letteralmente unione dei mercati dei capitali, è un progetto attuato dalla Commissione Europea avente la finalità di dare la possibilità di far confluire maggiori capitali al servizio delle imprese. L'obiettivo centrale è di mettere a disposizione delle aziende europee, incluse le PMI, un bacino di capitali sempre più vasto e, conseguentemente, un ventaglio di fonti di finanziamento sempre più ampio e diversificato, in linea con le particolari esigenze. La formazione di Mercati dei capitali più profondi e integrati abbasserà, nelle intenzioni della Commissione, i costi dei finanziamenti per le imprese, e renderanno i mercati finanziari più resistenti. Il 30 settembre 2015, la Commissione Europea ha pubblicato un *Action Plan*, in cui si indicano le azioni prioritarie per costruire la *Capital Market Union* nel 2019⁸⁹.

In questa sede si andrà a ripercorrere brevemente i tratti fondamentali di tale documento, al fine di analizzare come, a livello europeo in primis, il facilitare lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative a quello bancario sia un obiettivo di primaria importanza, in un'ottica di definitivo superamento del *credit crunch*.

Le fonti alternative di finanziamento, complementari al finanziamento bancario, come il *venture capital*, il *crowdfunding*, i mercati dei capitali e la gestione patrimoniale, molto più diffuse in altre parti del mondo, dovrebbero avere un ruolo di maggiore rilevanza nella raccolta di capitali delle imprese che hanno difficoltà a raccogliere fondi, in particolare le PMI e le *start-up*. Un alto grado di diversità delle fonti di finanziamento, oltre a favorire gli investimenti ed il prosieguo dell'attività operativa, risulta essere essenziale anche per la stabilità finanziaria, nel momento in cui attenua il verificarsi di potenziali squilibri del settore bancario e quindi anche di conseguenze negative sull'economia reale. Proprio per quanto esposto poc'anzi, la *Capital Markets Union* rappresenta un elemento importante dei lavori della Commissione per il completamento dell'Unione economica e monetaria europea. Inoltre, un'altra delle principali finalità in questione è sicuramente la rimozione degli ostacoli agli investimenti transfrontalieri nell'UE, al fine di semplificare l'accesso ai necessari

⁸⁸ Cfr. Commissione Europea, *Unione dei mercati dei capitali: un piano d'azione per dare impulso al finanziamento di imprese e investimenti*, Bruxelles, 2015

⁸⁹ disponibile su: argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/capital-market-union.html, Il Sole 24 Ore, *La Capital Market Union*, agg. 2016

finanziamenti per imprese e progetti infrastrutturali, indipendentemente dal luogo in cui siano situati. In linea con i principi di *better regulation*, in questo contesto la Commissione ha invitato a presentare contributi sull'impatto cumulativo della normativa finanziaria, perseguendo l'obiettivo di assicurarne il giusto funzionamento, senza sovrapposizione di obblighi di informativa o incoerenze tra atti normativi. Tramite l'Unione dei mercati dei capitali la Commissione mira a creare maggiori opportunità per gli investitori, a collegare i finanziamenti all'economia nel suo complesso e a promuovere una più forte resilienza del sistema finanziario, attraverso una più profonda integrazione e una maggiore concorrenza.

A tal proposito, Jonathan Hill, Commissario responsabile per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'Unione dei mercati dei capitali, ha dichiarato: *“Voglio che l'Unione dei mercati dei capitali offra alle imprese europee, in particolare alle nostre PMI, una gamma più ampia di fonti di finanziamento. Voglio che offra ai consumatori maggiori possibilità di investimento. E voglio rimuovere gli ostacoli alla libera circolazione dei capitali in tutti i 28 Stati membri”*.

Antecedentemente alla pubblicazione dell'*Action Plan*, è opportuno precisare che la Commissione, nel febbraio 2015, ha avviato una *consultation* proprio inerente alle misure necessarie per sbloccare gli investimenti nell'UE e creare così un mercato unico dei capitali, accompagnata da ulteriori *consultation* sulla direttiva relativa al prospetto e sulla cartolarizzazione. Sono pervenute più di 700 risposte da imprese, investitori, Parlamenti nazionali, dal Consiglio, dal Parlamento Europeo e da altri attori del settore finanziario. La totalità dei contributi ricevuti testimonia un ampio sostegno a favore della *Capital Markets Union* ed è emerso che un mercato unico dei capitali contribuirebbe a sostenere una maggiore ripartizione transfrontaliera dei rischi e soprattutto, oltre ad un'ampia diversificazione delle fonti di finanziamento, a creare mercati con maggiore spessore e sicuramente più liquidi. I partecipanti della consultazione si sono mostrati favorevoli anche all'approccio graduale proposto dalla Commissione. Di seguito, si riportano nella loro interezza i quattro principi fondamentali sui quali si basa l'*Action Plan*:

- *ampliare le opportunità per gli investitori*: l'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe mobilitare capitali in Europa e convogliarli verso le imprese, tra cui

le PMI, e verso i progetti infrastrutturali, che ne hanno bisogno per espandersi e creare posti di lavoro. Dovrebbe offrire alle famiglie migliori soluzioni per realizzare i loro obiettivi pensionistici;

- *collegare i finanziamenti all'economia reale*: l'Unione dei mercati dei capitali è un classico progetto del mercato unico a beneficio di tutti i 28 Stati membri. Gli Stati membri hanno molto da guadagnare da un migliore convogliamento dei capitali e degli investimenti verso i loro progetti;
- *promuovere un sistema finanziario più forte e resiliente*: ampliare la gamma di fonti di finanziamento e accrescere gli investimenti a lungo termine, per far sì che i cittadini e le imprese dell'UE non siano più così vulnerabili agli shock finanziari come lo sono stati durante la crisi;
- *approfondire l'integrazione finanziaria e aumentare la concorrenza*: l'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe consentire una migliore ripartizione transfrontaliera dei rischi e mercati più liquidi, che approfondiscano l'integrazione finanziaria, riducano i costi e aumentino la competitività europea.

L'Unione dei mercati dei capitali, quindi, rappresenta un progetto a medio termine, comprensivo anche di interventi da realizzare subito. La Commissione nel documento relativo all'*Action Plan* del settembre 2015, oltre ad esporre i principi appena citati, ha presentato una prima serie di misure atte a rilanciare la cartolarizzazione di alta qualità e a promuovere gli investimenti a lungo termine in infrastrutture. Inoltre, la Commissione ha avviato anche due consultazioni sui fondi per il *venture capital* e sulle obbligazioni garantite. Analizzeremo in questa sede le principali misure a breve termine, nell'ottica di mostrare come fin da subito la Commissione è stata decisa ad attuare le prime fasi di questo graduale processo.

Nuove normativa in materia di cartolarizzazione

Possiamo definire la cartolarizzazione come il processo con cui un soggetto che eroga un un prestito, come una banca, crea un nuovo strumento finanziario raggruppando più attività che gli investitori possono acquisire (ad esempio prestiti per l'acquisto di automobili o prestiti a PMI). Ciò permette di rivolgersi ad una più grande varietà di

investitori, aumentando così la liquidità, e soprattutto liberando capitali bancari che potrebbero essere usati per nuovi prestiti. A tal proposito, la Commissione propone l'istituzione di un quadro normativo per garantire una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata, sottoposta ad un'adeguata vigilanza. Secondo le previsioni della Commissione, se la mole di cartolarizzazioni europee tornasse ai livelli di emissioni medi pre-crisi, sarebbe possibile generare tra i 100 e i 150 miliardi di euro di finanziamenti supplementari per l'economia reale.

Nuove norme in materia di progetti infrastrutturali nel quadro di Solvency II

Nonostante gli investimenti nei progetti infrastrutturali richiedono ingenti finanziamenti a lungo termine, possiamo affermare che ricoprono un ruolo di primaria importanza nel supportare l'attività economica e la crescita in Europa. L'intero settore assicurativo dispone degli strumenti per fornire finanziamenti a lungo termine con investimenti in strumenti di capitale e prestiti connessi a progetti infrastrutturali. L'intento della Commissione in questo senso sta proprio nel voler andare a rimuovere gli ostacoli ingiustificati di natura prudenziale, in modo da consentire alle imprese di assicurazione di occupare una posizione rilevante nel finanziamento dei progetti infrastrutturali europei. Sulla base del parere dell'EIOPA (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali), la normativa vigente ha dato luogo alla formazione di una classe a sé stante di attività infrastrutturali e riduce l'importo del capitale che le imprese devono detenere a copertura degli strumenti di debito e di capitale per i progetti infrastrutturali ammissibili⁹⁰.

Come abbiamo potuto osservare finora, in uno scenario economico europeo ancora caratterizzato dal fenomeno del *credit crunch*, un intervento a livello sovranazionale come quello della *Capital Markets Union* si rivelerà di gran ausilio per l'economia reale ed in particolare per tutte le PMI europee. Tuttavia sarebbe auspicabile che, parallelamente a ciò, siano messe in atto nuove normative e politiche fiscali da parte dei singoli Stati Nazionali, che possano far in modo di assicurare un maggiore sviluppo alle imprese in un'ottica di lungo periodo.

⁹⁰ Cfr. Commissione Europea, *Unione dei mercati dei capitali: un piano d'azione per dare impulso al finanziamento di imprese e investimenti*, Bruxelles, 2015

- CAPITOLO III -

I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

Introduzione: L'effetto dei tassi a zero: come cambia il risparmio degli italiani nelle scelte di investimento

Nel contesto economico odierno per i risparmiatori italiani si è andata ormai affermando l'importanza di saper compiere scelte di risparmio ed investimento finanziario in linea con le proprie esigenze, ma soprattutto consapevoli e lungimiranti. Contemporaneamente, tali decisioni di investimento risultano molto più complesse rispetto al passato, data un'offerta di prodotti finanziari e previdenziali ad oggi molto più ampia e differenziata. Come avviene nella maggior parte dei paesi europei, le attività reali, rappresentate prevalentemente da abitazioni, costituiscono nel nostro paese la componente principale della ricchezza delle famiglie, pari, nel 2015, ad oltre 6.000 miliardi di euro. Per quanto riguarda le attività finanziarie, possiamo osservare come queste siano pari a poco più di 4.000 miliardi, circa due volte e mezzo il PIL. Seppur queste rappresentino un valore elevato nei confronti dei paesi dell'Europa continentale, questo è ancora inferiore al corrispondente ammontare nei paesi anglosassoni. Come è possibile osservare dalla *Figura 10*, negli ultimi anni è avvenuta una significativa trasformazione delle attività finanziarie delle famiglie, che ne ha provocato lo spostamento verso forme di investimento in attività finanziarie meno liquide e più complesse, oltre che avvicinarne la rilevanza a quella che caratterizza gli altri principali paesi dell'Europa continentale.

Figura 10

Attività finanziarie lorde delle famiglie in Italia: composizione percentuale											
Anni	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	di cui:		Azioni e altre partecipazioni	di cui:		Quote di fondi comuni	Strumenti assicurativi e fondi pensione	Altre attività
				titoli pubblici	obbligazioni bancarie		azioni quotate				
1990...	2,7	31,8	29,9	<i>n.d.</i>	1,9	25,0	<i>n.d.</i>	2,3	8,1	0,2	
2005...	2,3	21,3	19,0	7,1	7,1	28,2	3,0	11,0	15,0	3,0	
2015...	3,7	27,2	10,7	3,2	4,6	23,3	2,2	11,1	21,0	3,0	

Fonte: I. Visco, La Ricchezza della nazione, Roma, Marzo 2017

L'ammontare di circolante e depositi (bancari e postali) resta alto, avendo subito una riduzione significativa all'inizio degli anni duemila ma cresciuto nuovamente negli ultimi anni raggiungendo una quota pari a poco più del 30 per cento (1.300 miliardi di euro). Il motivo di una riallocazione di questo tipo è di certo frutto della risposta agli effetti della crisi finanziaria globale e di quella successiva dei debiti sovrani, in particolare dell'incertezza da esse generata e al calo dei rendimenti di altri strumenti finanziari. Il possesso di bond (compresi quelli pubblici) risulta essersi ridotto rispetto al passato, raggiungendo il 10 per cento del totale delle attività finanziarie lorde, la percentuale più bassa dal 1950, che è pari ad un ammontare di 400 miliardi di euro. Vi contribuiscono per circa 150 miliardi le obbligazioni bancarie, in riduzione negli ultimi anni, un quinto delle quali è nella forma più rischiosa di titoli subordinati. L'aggregato di azioni, altre partecipazioni, quote di fondi comuni, riserve assicurative e fondi pensione, invece, è cresciuto in maniera significativa (dal 35 per cento delle attività finanziarie alla fine degli anni Ottanta, al 55 per cento di oggi). Possiamo osservare come all'interno del suddetto aggregato, l'incidenza della quota di azioni e altre partecipazioni è ancora pari a oltre i 20 punti percentuali. Il peso delle azioni quotate, tuttavia, è pari solo al 2 per cento, essendo di gran lunga maggiore la componente di azioni e partecipazioni non quotate. Al contrario, il maggiore incremento lo si registra per le quote di fondi comuni (dal 2,3% del 1990 al 12% di oggi) e per le riserve assicurative e fondi pensione che hanno raggiunto al giorno d'oggi il 22 per cento (massimo storico), che avvicina così l'Italia ai paesi dove sono più diffuse forme di previdenza complementare o alternativa a quelle previste dal sistema pensionistico pubblico. Inoltre, sulla ricchezza finanziaria netta delle famiglie pesano ovviamente in misura importante anche le passività finanziarie, rappresentate in prevalenza da mutui

immobiliari. Nel complesso, però, queste incidono per il 60 per cento del reddito disponibile, rappresentando così un ammontare contenuto rispetto a valori vicini al 100 per cento della media dell'area Euro. I rischi per i singoli, in tale contesto, discendono da un elevato indebitamento rapportato alle proprie capacità di rimborso, e da difficoltà nel valutare e confrontare i diversi prodotti nell'ottica di scegliere quelli più in linea alle proprie esigenze. Tale scenario può derivare sia da conoscenze insufficienti da parte degli investitori, sia da comportamenti opportunistici degli intermediari. In seguito ad un'analisi della composizione del portafoglio delle attività finanziarie delle famiglie italiane, possiamo affermare che negli ultimi anni si è accentuata la presenza di prodotti che per loro natura prevedono un'intrinseca diversificazione: quote di fondi comuni, riserve assicurative, fondi pensione. Contemporaneamente al delinearci di questo scenario, è cresciuta la complessità delle scelte ed oggi risultano essere più elevati i rischi di liquidità e di controparte, spesso tra loro correlati. Il nostro paese, nonostante ciò, risulta essere ancora caratterizzato per una quota relativamente bassa di attività più complesse e diversificate. Questo trova conferma nel fatto che resta ancora contenuta, pari a poco meno del 10 per cento, la quota di famiglie che detengono azioni, fondi comuni o gestioni patrimoniali. È ragionevole affermare che una maggiore assunzione di rischio, tenendo a mente le particolari esigenze di chi investe, se realizzata in modo consapevole potrebbe contribuire ad ulteriori miglioramenti della combinazione rischio-rendimento e conseguentemente rendere più equilibrata la crescita della ricchezza delle famiglie nel lungo periodo. All'adeguatezza delle scelte individuali, c'è da dire che deve certamente essere affiancato un servizio di consulenza specializzato, che rispecchi i principi di professionalità e correttezza⁹¹.

Dopo essere andati ad analizzare nel dettaglio la profonda trasformazione avvenuta nelle componenti delle attività finanziarie delle famiglie italiane, è bene sottolineare come uno dei cambiamenti più significativi risieda soprattutto nella caduta della quota di Bond detenuti. L'inflazione contenuta e una politica ancora espansiva della BCE contribuiscono a tenere bassi i rendimenti obbligazionari, con tassi modesti anche per le obbligazioni societarie. Questo sembra essere il motivo predominante alla base di

⁹¹ Cfr. I. Visco, *La ricchezza della Nazione, Intervento del Governatore di Banca d'Italia al Senato della Repubblica*, Roma, 2017

tale crollo, che ha visto i risparmiatori italiani, storicamente molto favorevoli all'investimento in titoli di Stato, ritrovarsi in una situazione di incertezza, preferendo così detenere liquidità piuttosto che ricercare altri prodotti finanziari in cui investire. In questi ultimi tempi, si può dire che abbiamo assistito ad una vera e propria scomparsa dei cosiddetti *Bot People*, essendo entrati definitivamente nell'era dei tassi zero o addirittura in certi casi sotto zero.

Per renderci conto di questa diminuzione dei rendimenti, basta osservare i tassi medi all'emissione dei titoli di Stato in Italia in un orizzonte temporale pari agli ultimi quindici anni. Come possiamo notare dalla *Figura 11*, dal 2011 ha avuto luogo un calo costante che ha portato il tasso medio all'emissioni a valori prossimi allo zero nel 2016.

Figura 11 – Tassi Medi all'emissione dei titoli di Stato in Italia

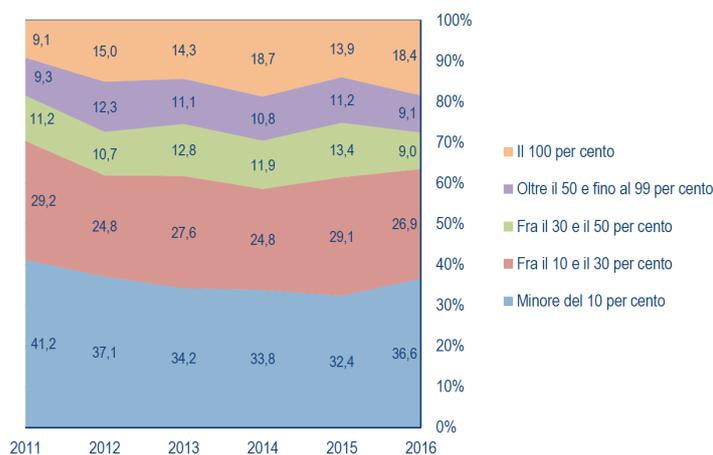


Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro

Dal momento che la riduzione dei tassi di interesse ha causato una naturale diminuzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari, è ancora più chiaro il motivo per il quale sia scesa ulteriormente la quota di risparmiatori che dichiara di detenerne in portafoglio: si è passato dal 21,7 per cento di possessori nel 2012, al 14 per cento nei primi mesi del 2016. L'investimento in obbligazioni non è più redditizio come lo era in passato, e conseguentemente i risparmiatori sono stati spinti ad alleggerire la loro quota in portafoglio. Inoltre la decisione della BCE di portare i tassi di rifinanziamento principale a quota zero potrebbe quasi sicuramente far continuare questa tendenza, che sta conducendo i risparmiatori sempre di più verso l'accumulo di saldi liquidi. Lo scenario dipinto finora trova pieno riscontro nelle rilevazioni emerse dall'Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2016 di Intesa San Paolo. I

rendimenti nulli, o quasi, vanno ad impattare negativamente non tanto il risparmio, quanto il reddito che si attende da questo, ancor di più se, come detto prima, questa situazione dovrebbe perdurare nel tempo. Il 40,2% degli intervistati da Intesa San Paolo preferisce non fare nulla e detenere in forma liquida il proprio risparmio, manifestando così disorientamento e poca esperienza in materia. Il 23,5% chiederebbe consiglio ad un consulente finanziario, mentre il 14% degli intervistati ritiene opportuno lasciare i soldi sul conto corrente per non rischiare di perderli. Un risultato interessante è sicuramente relativo al fatto che solo pochi intervistati, nell'era dei tassi a zero, ricercerebbe sul mercato investimenti finanziari alternativi rispetto ai più consueti. A tal proposito, possiamo osservare che solo il 3,4% crede che debba allocare le proprie risorse a investimenti finanziari più rischiosi rispetto alla media, come le azioni, nell'ottica di andare a ricercare quel rendimento che gli strumenti finanziari obbligazionari, influenzati dalle politiche monetarie, non producono più. Il livello dei tassi a zero, congiuntamente ai rischi di mercato che hanno provocato l'aumento della domanda di liquidità, ha fatto crescere in maniera significativa i depositi in questi ultimi anni. La quota di patrimonio detenuta in forma liquida sul conto corrente rimane elevata nel 2016, come è mostrato dalla *Figura 12*.

Figura 12 - Quota del patrimonio detenuta in forma liquida sui conti correnti (valori percentuali)



Fonte: Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio 2016*

Il 18,4 per cento degli intervistati mantiene sul conto corrente il 100% delle proprie disponibilità, il 9,1 per cento più della metà e un altro 9 per cento oltre il 30 per cento⁹².

⁹² Cfr. Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2016*, Torino, 2016

3.1 La legge di Bilancio 2017: Introduzione dei PIR

I Piani Individuali di Risparmio (PIR), introdotti con la Legge di Bilancio 2017, *Legge 11 dicembre 2016, n. 232*, sono dei contenitori nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni, in strumenti finanziari e liquidità beneficiando di vantaggi fiscali. Nel corso di questo paragrafo, si analizzano quelle che sono state le principali motivazioni alla base dell'introduzione dei PIR da parte del Governo e quali sono le aspettative dell'Industria del Risparmio Gestito riguardo l'efficacia di questo provvedimento.

3.1.1 Le stime del Governo sulle adesioni e le aspettative dell'Industria del Risparmio Gestito

Ponendo lo sguardo al sistema economico giuridico del nostro Paese, possiamo osservare come degli incentivi che sono stati introdotti con i PIR se ne è discusso per molto tempo. L'Industria del Risparmio Gestito ha reagito in maniera molto positiva all'introduzione dei PIR, in quanto per la prima volta, per legge, può proporre ai propri clienti un investimento privo di qualsiasi forma di tassazione, ovviamente nel rispetto dei particolari vincoli. Oltre ad un diffuso ottimismo verso le prospettive di raccolta, l'introduzione nel nostro sistema economico di una modalità di investimento come quella dei Piani Individuali di Risparmio era da tempo considerata necessaria, anche nei confronti delle simili esperienze estere di successo. Il dialogo costante che c'è stato tra il Governo e Assogestioni, nelle fasi di stesura del provvedimento, si è rilevato molto costruttivo e ha mostrato come l'intera *Industry* del risparmio ha da sempre avuto grandi aspettative per un intervento di questo tipo.

La Relazione Governativa alla porzione della Legge di Bilancio 2017, afferma che tale intervento normativo proviene dall'esigenza di mettere in atto un significativo incentivo fiscale finalizzato ad indirizzare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi in maniera stabile e duratura, facilitando la crescita dell'intero sistema imprenditoriale nazionale. Il principale obiettivo, infatti, è quello di

canalizzare il risparmio delle famiglie, che risulta attualmente fermo sulla liquidità, verso imprese industriali e commerciali, soprattutto verso le PMI. La particolare attenzione verso le imprese di questo tipo è motivata dal fatto che queste riscontrano da tempo un maggiore fabbisogno di capitale, dato l'insufficiente e difficoltoso approvvigionamento tramite il canale bancario.

Il coinvolgimento degli intermediari finanziari e delle imprese di assicurazione come soggetti deputati alla gestione della fiscalità degli investimenti è finalizzato proprio al veicolare il suddetto risparmio verso investimenti produttivi in maniera professionale. Ciò permette anche una diversificazione di portafoglio tale da mantenere il rischio dello stesso ad un livello adatto alle esigenze del cliente *retail* tramite l'utilizzo di qualsiasi tipo di strumento finanziario. Il profilo di rischio-rendimento del cliente *retail* non permette, infatti, un'eccessiva esposizione al rischio insito in investimenti meno liquidi.

Possiamo osservare come, nell'intento del legislatore, il bilanciamento tra gli obiettivi di politica economica e quelli di tutela del risparmiatore viene realizzato subordinando l'incentivo fiscale alla creazione di un "contenitore" fiscale in grado di poter accogliere la totalità degli strumenti finanziari esistenti sul mercato *retail*, purché l'insieme di tali strumenti venga posseduto per un determinato periodo di tempo e sia assemblato seguendo dei vincoli predeterminati. A tal proposito, viene previsto che almeno una porzione del portafoglio sia destinato all'investimento in società italiane ed europee con stabile organizzazione in Italia, diverse da quelle rilevanti ai fini del FTSE MIB o altri indici equivalenti. Il riferimento a tali indici esplica l'intento di far in modo che l'agevolazione fiscale sia focalizzata sul risparmio che confluisce negli strumenti finanziari di imprese di minori dimensioni, e quindi meno liquidi⁹³.

La principale finalità del legislatore, quindi, può essere riassunta proprio nel voler andar a far confluire la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane in imprese italiane, soprattutto PMI. Possiamo notare, infatti, come dei circa 4 mila miliardi delle attività finanziarie delle famiglie, 1870 vengono gestiti dal settore del Risparmio Gestito, e, nel 2015, sono confluiti solo 64 miliardi di euro nelle aziende italiane quotate in Borsa, quota che si aggira intorno all'1,5% del totale. Non a caso, la maggior parte di

⁹³ Cfr. Relazione e commento alla Legge di Bilancio 2017, *Legge 11 dicembre 2016, n. 232*

investimenti nelle nostre imprese proviene da capitali esteri. Sostanzialmente, questo dato sottolinea come l'introduzione dei PIR sia proprio finalizzata a far crescere la quota delle attività finanziarie delle famiglie investita nell'economia nazionale. Infatti, in un paese di risparmiatori come il nostro, è di fondamentale importanza per la ripresa economica che una parte maggiore di questa ricchezza sia canalizzata verso l'economia reale, e che quindi ci siano anche i giusti presupposti per far sì che ciò accada. Il punto di partenza nell'andare ad introdurre i Piani Individuali di Risparmio è stato sicuramente la consapevolezza che il tessuto imprenditoriale italiano ha capacità di innovare, trovare prodotti, penetrare in nuovi mercati e soprattutto di esportare. Questo però presenta storicamente due debolezze principali: la governance e il capitale. Proprio in tali criticità si esplica la necessità di creare le condizioni per far accedere al mercato dei capitali le imprese italiane. Nonostante negli ultimi anni siano state adottate delle misure atte a far sviluppare le imprese in questo senso, il motivo per il quale a queste si è voluto affiancare i Piani Individuali di Risparmio, risiede nella necessità di fornire una maggiore liquidità atta a mettere in moto la crescita. Di conseguenza, questo fa sì che nella nuova modalità di investimento prevista dai PIR, si possa identificare il giusto ponte tra il risparmio degli italiani e l'economia reale nazionale.

In una prospettiva più ampia, possiamo osservare come la finalità del Governo è portare, attraverso i PIR, una buona parte della totalità delle PMI italiane a un sistema del credito più bilanciato, dove il mercato dei capitali possa ricoprire un importante ruolo, riducendo così la dipendenza dal canale bancario. In questo modo, lo sviluppo di tale mercato dei capitali porterà sia benefici a livello micro, per la singola impresa, sia vantaggi a livello macro, rafforzando l'intero sistema economico in termini di solidità, produttività ed occupazione.

Le stime ufficiali del Governo sull'impatto dei PIR prevedono una raccolta pari ad oltre 10 miliardi di euro in 4 anni, basandosi su un numero di conferimenti iniziali di 120 mila sottoscrittori per 15 mila euro pro capite. Come esposto in *Figura 13*, le prospettive di raccolta raggiungono i 18 miliardi di euro di nuove masse in 5 anni.

Figura 13

Prospettive stimate dal Governo sui PIR					
	2017	2018	2019	2020	2021
Numero atteso PIR	120,000	180,000	240,000	300,000	360,000
Conferimento medio (euro)	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
Totale conferito nell'anno (mln euro)	1,800	2,700	3,600	4,500	5,400
Totale conferito cumulato (mln euro)	1,800	4,500	8,100	12,600	18,000

Fonte: Redazione Tecnica al DDL Bilancio

L'effetto di un afflusso come quello descritto dalle stime governative viene stimato, nel lungo periodo, tra lo 0,1 e lo 0,2 per cento di PIL in più all'anno.

Tuttavia, possiamo osservare come l'insieme delle previsioni del Governo sono state considerate molto prudenti fin da subito dagli attori del settore del risparmio gestito, che, già dai mesi antecedenti all'entrata in vigore della Legge, avevano mostrato molto interesse per questa nuova forma di investimento, soprattutto in relazione alle prospettive di raccolta. Al giorno d'oggi i PIR hanno già raccolto oltre un miliardo e mezzo di euro nei primi tre mesi, battendo le più rosee aspettative.

Proprio da Assogestioni, nei primi mesi dell'anno, è arrivata la prima previsione relativa ai PIR. Questa, tuttavia, può essere riassunta sinteticamente citando una parte dell'intervento dell'attuale Presidente di Assogestioni Tommaso Corcos, in occasione di un convegno incentrato sul tema tenutosi il 22 febbraio 2017.

I Piani Individuali di Risparmio (PIR) potranno produrre una raccolta di 16 miliardi tra *retail* e investitori istituzionali. *“Stimiamo che, di questi, circa 6 miliardi di euro potranno arrivare dalle casse e fondi pensione dato che la normativa permette anche a questi soggetti di godere delle agevolazioni fiscali nel limite del 5% dei loro attivi, pari a 200 miliardi, e noi prudenzialmente abbiamo ipotizzato un'esposizione del 3%”*. Aggiungendo a questa cifra le stime per il *retail* di 10 miliardi si arriva al totale di 16 miliardi. *“Dei 10 miliardi di raccolta retail stimiamo che 7 miliardi confluiscono su titoli italiani e, di questi, 2,1 miliardi alle PMI”*⁹⁴.

⁹⁴ Cfr. Tommaso Corcos, *I Piani Individuali di Risparmio: un ponte verso l'economia reale*, Milano, 22 febbraio 2017

Delle tante stime sul complessivo impatto dei PIR in termini di raccolta pervenute dall'Industria del Risparmio Gestito, si ritiene interessante in questa sede citare quella redatta da *Intermonte Advisory*⁹⁵ (gennaio 2017), in quanto, a differenza delle altre, valuta l'impatto di questi nuovi prodotti basandosi sulla composizione del mercato dei fondi italiani al giorno d'oggi.

Le previsioni di *Intermonte SIM* si basano sull'assunto che in termini di sottoscrittori previsti la stima del Governo sia troppo prudente. Infatti, possiamo notare come il MEF stima 300 mila sottoscrittori in 4 anni, quota che risulta pari a meno del 5% dei sottoscrittori totali di fondi comuni in Italia nel 2015. Inoltre si pensa che il vantaggio fiscale, oltre ad attrarre i risparmiatori, potrà spingere anche le stesse case di investimento ad indurre un effetto *switch* a favore dei prodotti PIR, nell'intento di far confluire risparmio in un orizzonte temporale di lungo periodo.

Al fine di valutare l'impatto atteso dei PIR sul mercato dei fondi italiani, risulta appropriato presentare prima di tutto la composizione del mercato dei fondi nazionale.

Figura 14 – Totale sottoscrittori fondi a fine 2015

(Dati in mln)	Tot	%
Flessibili	2.28	36%
Obbligazionari	2.15	34%
Liquidità	0.21	15%
Azionari	0.53	8%
Bilanciati	0.28	4%
Nessuna	0.95	3%
Totale	6.40	100%

Fonte: Assogestioni

La maggior parte dei flussi prodotti dai PIR dovrebbe essere investita in *small-caps*, confermando la scarsa attrattività dell'indice nazionale FTSE MIB. A tal proposito, si può prevedere quindi che circa la metà dell'offerta complessiva del mercato di prodotti PIR possa essere sotto forma di fondi bilanciati o flessibili, nei quali la componente azionaria solitamente pesa per un buon 30%. Oltre a questi, sicuramente si avrà una crescita dei fondi maggiormente specializzati sull'investimento azionario, che costantemente ricercano valore nelle *small-caps*. Un importante aspetto in tale ambito

⁹⁵ Cfr. Intermonte SIM, *Focus sui PIR*, Intermonte Advisory, Milano, 18 gennaio 2017

potrebbe essere rappresentato da una crescita della componente azionaria nazionale all'interno del portafoglio dei risparmiatori italiani in termini di *asset allocation*, che storicamente non è mai stata così significativa.

Possiamo notare come nel mercato dei fondi di diritto italiano, l'ammontare di fondi specializzati azionario Italia è pari a meno del 1% del totale FUM (*Funds Under Management*). Anche il numero di fondi specializzati in *mid-small caps* è molto basso. Come vediamo dalla *Figura 15*, al terzo trimestre 2016 il totale delle masse gestite da fondi bilanciati e azionari puri Italia ammontava a circa 81 mld di euro.

Figura 15

Dimensioni dei fondi azionari Italia		
	Sett 2016	% sul totale
Totale FUM fondi aperti italiani (mln euro)	874.8	
Totale FUM fondi flessibili (mln euro)	212.9	24%
Totale FUM fondi bilanciati (mln euro)	71.5	8%
Totale FUM fondi azionari Italia (mln euro)	10.1	1%
Numero fondi azionari Italia	39	
<i>di cui gestiti da società italiane</i>	16	41%
<i>di cui specializzati in mid-small caps italiane</i>	5	13%

Fonte: dati Assogestioni e Morningstar

Gli studi di *Intermonte* partono dalle assunzioni del Governo, e successivamente ipotizzano che il 50% dei nuovi fondi PIR sia proposto sotto forma di fondi specializzati azionari Italia *small-caps* e che la restante parte appartenga alla categoria dei bilanciati. Tramite queste ipotesi in 5 anni le masse dei fondi azionari potrebbero quasi raddoppiare raggiungendo i 19 miliardi di euro, mentre per quelle dei fondi bilanciati si prospetta un aumento di circa il 13% che porterebbe la quota a circa 80 miliardi di euro. Della totalità di queste masse, si può prevedere che il volume ipotizzato essere investito in azioni italiane potrebbe essere pari a 12 miliardi di euro, quota pari al 25% del flottante totale delle *small caps* italiane (titoli non contenuti nel FTSE MIB). È bene ricordare che le stime relativi a questi impatti sono frutto delle

assunzioni del Governo, e che quindi, se queste ultime verranno superate, potrebbero essere molto più significativi rispetto a quanto si ipotizza⁹⁶.

C'è però da dire che, data la forte partenza dei PIR (in termini di raccolta) che ha caratterizzato i primissimi mesi del 2017, la stessa *Intermonte* ha aggiustato le sue stime, fornendo una previsione più accurata su un possibile scenario nei prossimi 5 anni. I PIR vanno a investire almeno il 70% del loro patrimonio in strumenti finanziari emessi da società residenti in Italia o società di stati membri della UE o dello SEE che abbiano una stabile organizzazione nel nostro paese.

I fondi che confluiranno in queste società, secondo *Intermonte*, saranno pari a poco più di 47 miliardi di euro in 5 anni (6,86 miliardi per il 2017). Riferendosi quindi al vincolo di investimento che prevede che il 30%, del suddetto 70%, deve essere investito in società non appartenenti all'indice FTSE MIB o simili, si prevede che le risorse che arriveranno alle *mid* e *small cap* raggiungerebbero una quota pari a 2 miliardi nel 2017 e quota 14 miliardi nei prossimi cinque anni, dei quali 9,9 miliardi in azioni e 4,3 miliardi in strumenti di debito⁹⁷.

Dopo essere andati ad esporre la stima fornita da *Intermonte*, risulta essere di grande importanza fornire anche il punto di vista dei risparmiatori. Da un sondaggio della società *Eumetra Monterosa*⁹⁸ elaborato nel mese di maggio 2017 emergono i seguenti dati:

- Il 6% degli italiani dicono di essere molto interessati ai PIR;
- Il 27% degli italiani si dichiarano incuriositi dal tema e quindi potenzialmente interessati;
- Il 44% degli italiani che hanno già sentito parlare dei PIR prima dell'intervista si dice interessato a capirne di più.

Chi ha operato il sondaggio conclude che i PIR non sono ritenuti semplicemente un classico prodotto finanziario con una buona fiscalità, ma si vanno a connettere anche

⁹⁶ Cfr. Intermonte SIM, *Focus sui PIR*, Intermonte Advisory, Milano, 18 gennaio 2017

⁹⁷ Disponibile su: www.milanofinanza.it/news-preview/pir-ci-sono-67-mld-in-arrivo-, Milano Finanza, Stefania Peveraro, *PIR, ci sono 67 miliardi in arrivo*, n.098, p.36, 20 maggio 2017

⁹⁸ I dati esposti sono stati citati da Fabrizio Fornezza, Presidente di *Eumetra Monterosa*, nel corso del *Mediolanum Business Forum* in data 11 maggio 2017

a temi sociali sui quali gli italiani risultano essere molto sensibili quali lo sviluppo del territorio e dell'occupazione.

Possiamo osservare, quindi, come i risultati emersi dal sondaggio siano incoraggianti in termini di conoscenza e di interesse mostrato. Questo però non toglie che per sensibilizzare gli investitori *retail* a questo tema sono necessarie maggiori iniziative, finalizzate soprattutto a porre l'accento sull'importanza della pianificazione patrimoniale del proprio risparmio in un'ottica di lungo periodo.

In conclusione, è opportuno sottolineare che, dato il trend iniziale registrato negli ultimi mesi, il Ministero dell'Economia ha corretto le sue previsioni e si aspetta di poter raggiungere i 10 miliardi nell'intero 2017. A fornire questa stima è stato recentemente Fabrizio Pagani, capo della Segreteria Tecnica del Ministero, che congiuntamente ha espresso un importante auspicio: *“Bisogna trovare degli strumenti affinché tutta questa liquidità arrivi anche alle società meritevoli non quotate. A spanne ipotizziamo un volano di circa il 10% sulle imprese che ricevono questo investimento. In pratica pensiamo che possano alla fine avere un 10% in più di fatturato e utili, ma anche un 10% in più di occupati”*.

Inoltre con riferimento ai PIR, in data 17 maggio 2017, il Ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan ha commentato così: *“si tratta di risultati straordinari, non pensabili quando abbiamo varato i PIR”*⁹⁹.

⁹⁹ Disponibile su: www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-18/pir-obiettivo-10-miliardi-2017-063758, Il Sole 24 Ore, Morya Longo, *PIR obiettivo 10 miliardi nel 2017*, 18 maggio 2017

3.2 Caratteristiche dei PIR

Nel soffermarsi in modo dettagliato sulle caratteristiche dei PIR, si ritiene molto importante integrare nello sviluppo di questo paragrafo anche le precisazioni provenienti dal Decreto Legge 24 aprile 2017, volte a risolvere i principali dubbi interpretativi della *Legge 11 dicembre 2016 n. 232*.

I Piani Individuali di Risparmio sono dei contenitori nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni, in strumenti finanziari e liquidità beneficiando di vantaggi fiscali. I PIR offrono vantaggi fiscali che consistono nell'esenzione da tassazione sui redditi generati dagli investimenti e nell'esenzione dall'imposta di successione a condizione che l'investimento rispetti dei vincoli nella composizione del portafoglio del piano, che il periodo di detenzione dell'investimento non sia inferiore a cinque anni e che venga rispettato il limite dell'investimento annuale pari a 30.000 euro annui e complessivamente pari a 150.000 euro¹⁰⁰.

Premesso che dopo la norma pubblicata in Gazzetta Ufficiale, è intenzione del Ministero emanare delle linee guida rivolte alla generalità degli interessati e che seguirà una circolare dell'Agenzia delle Entrate per fornire interpretazioni corrette della normativa, analizziamo di seguito i principali punti.

I soggetti destinatari dell'agevolazione sono le persone fisiche fiscalmente residenti nel territorio dello Stato. Da evidenziare che ciascuna persona fisica non può essere titolare più di PIR e che ciascun piano non può avere più di un titolare¹⁰¹.

Non ci sono limiti di età per la sottoscrizione dei PIR. Inoltre, la permanenza del requisito della residenza nel territorio dello Stato è fondamentale per poter beneficiare delle agevolazioni. Pertanto, nel caso in cui il sottoscrittore trasferisse la propria

¹⁰⁰ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 100: "*Non sono soggetti a imposizione i redditi di capitale di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, ..., diversi da quelli relativi a partecipazioni qualificate e i redditi diversi ..., conseguiti, al di fuori dell'esercizio di impresa commerciale, da persone fisiche residenti nel territorio dello Stato, derivanti dagli investimenti nei piani di risparmio a lungo termine, con l'esclusione di quelli che concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile.*"

¹⁰¹ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 112: "*Ciascuna persona fisica ... non può essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine e ciascun piano di risparmio a lungo termine non può avere più di un titolare. L'intermediario o l'impresa di assicurazione presso il quale è costituito ..., acquisisce dal titolare un'autocertificazione con la quale lo stesso dichiara di non essere titolare di un altro piano di risparmio a lungo termine.*"

residenza all'estero prima che sia trascorso l'*holding period* di 5 anni, le agevolazioni fiscali non vengono applicate. Eccezione particolare è quando si verifica il decesso del titolare del PIR. In questo caso, vengono sicuramente consolidati gli effetti dell'esenzione in capo al *de cuius* nel caso in cui siano stato rispettato l'*holding period*. Se quest'ultimo non è stato rispettato si ritiene che essendo il trasferimento *mortis causa* non derivato da una volontarietà del sottoscrittore, gli eredi possano beneficiare dell'esenzione anche in assenza del periodo minimo di detenzione¹⁰². È opportuno precisare che al riguardo si attende conferma dal Ministero.

Quanto alla costituzione di un PIR, possiamo osservare come possono essere costituiti attraverso le seguenti forme, a condizione che sia presente l'esercizio dell'opzione per il "*regime del risparmio amministrato*", così come disciplinato dal comma 101 dell'art. 1 della Legge di Bilancio¹⁰³:

- Un rapporto di custodia o amministrazione;
- Un contratto di gestione di portafogli;
- Altro stabile rapporto, ad esempio la c.d. "*rubrica fondi*"

Inoltre, un'altra forma di costituzione risiede nella stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione.

Il nodo centrale del funzionamento dei Piani Individuali di Risparmio è di sicuro l'agevolazione fiscale che permettono di conseguire. Come abbiamo potuto osservare nei paragrafi precedenti, proprio questo aspetto è considerato di centrale importanza per il Governo, ai fini di veicolare più risparmio possibile nei PIR e quindi andare a

¹⁰² Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 114: "*Il trasferimento a causa di morte degli strumenti finanziari detenuti nel piano non è soggetto all'imposta sulle successioni e donazioni*"

¹⁰³ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 101: "*Il piano di risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro, ... attraverso l'apertura di un rapporto di custodia o amministrazione o di gestione di portafogli o altro stabile rapporto con esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato ..., o di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, avvalendosi di intermediari abilitati o imprese di assicurazione residenti, ovvero non residenti operanti nel territorio dello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia scelto tra i predetti soggetti.*"

far confluire maggiori risorse nell'economia reale nazionale. È opportuno quindi approfondire di seguito quali sono le tre condizioni per l'agevolazione:

- ✓ Vincoli alla composizione del portafoglio del piano;
- ✓ Limite quantitativo all'investimento;
- ✓ Periodo Minimo di possesso.

Vincoli all'Investimento

Viene richiesto che almeno il 70% delle somme investite nel PIR siano investite in strumenti finanziari sia in *equity* che in *debt* di imprese italiane e di imprese estere (UE o SSE) con stabile organizzazione in Italia che svolgono attività diverse da quella immobiliare. Di questo 70%, almeno il 30% deve essere investito in imprese che non siano presenti nel FTSE Mib di Borsa Italiana o in indici esteri equivalenti. Il restante 30% delle somme investite nel piano, può essere destinata a qualsiasi strumento finanziario, compresi depositi e conti correnti¹⁰⁴.

Per quanto riguarda gli investimenti “*qualificati*” 70%, il concetto di stabile organizzazione è un concetto di natura fiscale. In caso di appartenenza ad un gruppo estero, la condizione sufficiente è che l'impresa che emette i titoli sia stabilmente organizzata in Italia. Per determinare se l'impresa ha stabile organizzazione nel territorio dello Stato, è possibile fare riferimento ai dati diffusi dagli *information providers*¹⁰⁵, al fine di poter andare ad identificare meglio le società investibili conformi a quanto indica la normativa. In tale ambito, bisogna fare una considerazione sulle eventuali conseguenze per i casi di variazione del requisito della presenza stabile

¹⁰⁴ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 102: “*In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, residenti nel territorio dello Stato ..., o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo; la predetta quota del 70 per cento deve essere investita per almeno il 30 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.*”

¹⁰⁵ *Information Provider*: solitamente si intende una società che si occupa della distribuzione dei dati e delle informazioni di mercato attraverso applicativi a pagamento o direttamente tramite il proprio sito internet. (disponibile su: www.glossariomarketing.it/significato/information-provider/)

organizzazione in Italia e di variazione presenza società negli indici di mercato FTSE Mib o equivalenti. In questo specifico caso, tali cambiamenti non sortiscono effetti ai fini dei vincoli di composizione del portafoglio, in quanto non derivanti da una volontarietà del sottoscrittore. Possiamo affermare quindi che i risparmiatori e, ancor di più, i gestori dei fondi dovrebbero verificare il requisito solo nel momento dell'acquisizione dei titoli in portafoglio.

Vincoli alla concentrazione degli investimenti

È previsto un limite massimo del 10% del totale investito in strumenti finanziari di uno stesso emittente o di società appartenenti al medesimo gruppo. Tale limite è previsto, nella stessa percentuale, anche per i depositi e i conti correnti, che rappresentano le disponibilità liquide in portafoglio¹⁰⁶.

Limite quantitativo all'investimento

I limiti entro i quali gli investimenti possono beneficiare dell'esenzione sono 30.000 euro annuali e 150.000 euro complessivi. Ciò non toglie che l'investitore possa investire in un prodotto PIR anche più delle quote suddette. Tuttavia, la quota parte eccedente il limite non beneficerà dell'esenzione fiscale.

In relazione alle imposte sulle plusvalenze dei fondi di investimento va ricordato che dal 1° luglio 2014 il D.L. 24/04/2014, n. 66, convertito dalla legge 89/2014, ha stabilito che il prelievo fiscale sul reddito derivante da fondi comuni d'investimento e gestioni patrimoniali individuali va calcolato in base all'aliquota del 26%, ad esclusione della componente derivante da titoli di Stato italiani ed equiparati e da titoli obbligazionari emessi da Stati ed enti territoriali esteri "white list" i cui redditi, di capitale e diversi, beneficeranno dell'aliquota al 12,50% sul risultato della gestione maturato in ciascun anno solare.

¹⁰⁶ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 103: "Le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10 per cento del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o stipulati con la stessa controparte o con altra società appartenente al medesimo gruppo dell'emittente o della controparte o in depositi e conti correnti."

Divieti di Investimento

La Legge di Bilancio 2017, nell'ambito dei Piani Individuali di Risparmio, prevede diversi divieti di investimento, il cui mancato rispetto compromette automaticamente la conformità del portafoglio alla normativa e quindi l'immediata decadenza delle agevolazioni e dei benefici fiscali.

Possiamo osservare quindi come non è possibile investire in:

- Strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli "white list"¹⁰⁷. La lista degli Stati inclusi nella *White List* include quei Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia. I Paesi facenti parte della *White List* si differenziano da quelli *Black List* per il fatto che gli stati pur avendo un regime fiscale privilegiato sono aperti allo scambio di informazioni con gli altri stati attraverso la stipula di apposite convenzioni¹⁰⁸.

- Redditi relativi a partecipazioni qualificate, come definite ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del DPR n. 917/86 (TUIR)¹⁰⁹.

Il comma 104 della Legge di Bilancio 2017¹¹⁰ estende la definizione di partecipazioni qualificate includendo anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio residenti nel territorio dello Stato, ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi (di cui al Decreto del

¹⁰⁷ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 105: "Le somme o valori destinati nel piano non possono essere investiti in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni."

¹⁰⁸ Con la pubblicazione del Decreto del Ministro delle Finanze del 9 agosto 2016 è stato diffuso il nuovo elenco di Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia. Ad oggi sono più di 120 gli Stati che sono oggi annoverati nell'elenco.

¹⁰⁹ Una partecipazione si definisce *qualificata* quando essa rappresenta complessivamente:
-Una percentuale di partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 25% ovvero una percentuale dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria superiore al 20%, per le società non quotate;
- Una percentuale di partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5% ovvero una percentuale dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2%, per le società i cui titoli sono negoziati nei mercati regolamentati.

L'Amministrazione finanziaria ha precisato che i due criteri sono tra di loro alternativi. Di conseguenza, affinché una partecipazione possa definirsi qualificata, è sufficiente che sia soddisfatto soltanto uno dei due requisiti previsti dalla citata disposizione di legge. Al di sotto di tali limiti, la partecipazione si considera non qualificata.

¹¹⁰ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 104: "Sono considerati investimenti qualificati anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio residenti nel territorio dello Stato, ... o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono per almeno il 70 per cento dell'attivo in strumenti finanziari indicati al comma 102 del presente articolo nel rispetto delle condizioni di cui al comma 103."

Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917), o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono per almeno il 70 per cento dell'attivo in strumenti finanziari indicati al comma 102 e nel rispetto delle condizioni di cui al comma 103 della stessa Legge.

- Redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo del contribuente.

Va sottolineato che la norma, che sostanzialmente evita di inserire nel portafoglio PIR redditi da partecipazioni qualificate, mostra in questo passaggio come la finalità alla base risieda proprio nell'intento di voler mettere in contatto diretto il risparmiatore con le imprese.

Un altro aspetto molto importante che caratterizza i Piani Individuali di Risparmio è che il rispetto dei vincoli di investimento e concentrazione va osservato per almeno i due terzi dell'anno solare. Di conseguenza, in caso di apertura/chiusura del PIR in corso d'anno, il calcolo dei due terzi va effettuato con riferimento ai giorni dell'anno in cui il PIR è stato aperto.

Nel caso in cui si verifichi il mancato rispetto dei vincoli alla composizione del portafoglio il PIR viene immediatamente chiuso. Successivamente, vengono recuperati a tassazione, secondo le regole ordinarie e con l'applicazione degli interessi, i redditi medio tempore percepiti in relazione agli strumenti finanziari investiti nel PIR per i quali non siano trascorsi i cinque anni dalla sottoscrizione. Di contro, se sono trascorsi i cinque anni dalla sottoscrizione, i redditi *medio tempore* percepiti conservano l'esenzione facendo sì che le eventuali plusvalenze maturate consolidino il regime di esenzione¹¹¹.

¹¹¹ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 106: "Gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni. In caso di cessione degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento del piano sono soggetti a imposizione secondo le regole ordinarie, unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni, e il relativo versamento deve essere effettuato dai soggetti di cui al comma 101 entro il giorno 16 del secondo mese successivo alla cessione. I soggetti di cui al comma 101 recuperano le imposte dovute attraverso adeguati disinvestimenti o chiedendone la provvista al titolare."

Periodo Minimo di Possesso

Per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali, è prevista un periodo minimo di possesso del PIR di 5 anni, calcolati per data puntuale. Nel caso di mancato rispetto del vincolo di detenzione suddetto vengono recuperati a tassazione, secondo le regole ordinarie e con l'applicazione degli interessi, i redditi *medio tempore* percepiti in relazione agli strumenti finanziari investiti nel PIR. Inoltre sarà tassato l'eventuale reddito derivante dalla cessione dei titoli¹¹².

In questo contesto risulta doveroso fare delle precisazioni inerenti all'investimento in quote o azioni di OICR, in quanto rappresenta di sicuro la più diffusa forma di investimento in PIR. I Fondi Comuni e le SICAV possono essere PIR *compliant* ovviamente a condizione che rispettino la normativa.

Sono investimenti «*qualificati*» le quote o azioni di OICR italiani o esteri (UE o SEE) che investono per almeno il 70% dell'attivo in investimenti «*qualificati*» nel rispetto dei vincoli di concentrazione. I vincoli di portafoglio, ivi compreso il divieto di investimento in strumenti finanziari non *white list* e la flessibilità dei due terzi dell'anno solare, vanno verificati in capo al fondo e non al partecipante, mentre il vincolo di detenzione di 5 anni va verificato in capo all'investitore e non all'OICR.

Il risparmiatore può verificare se un OICR è PIR *compliant* osservando la politica di investimento, per gli OICR italiani, e la documentazione dell'offerta, per gli OICR esteri. Per quanto riguarda il limite di concentrazione per la liquidità di conto corrente detenuta presso il depositario, lo stesso può essere derogato nel caso in cui la costituzione di liquidità dovesse essere funzionale ai riscatti dei sottoscrittori. Inoltre, la SGR può operare la gestione fiscale del PIR (tassazione dei redditi di capitale e diversi) senza incidere sugli altri adempimenti fiscali e civilistici di altre normative.

¹¹² Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 107: “*Il venire meno delle ... comporta la decadenza dal beneficio fiscale relativamente ai redditi degli strumenti finanziari detenuti nel piano stesso, diversi da quelli investiti nel medesimo piano ... per il periodo di tempo indicato ..., e l'obbligo di corrispondere le imposte non pagate, unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni, secondo quanto previsto al comma 106.*”

In conclusione, è opportuno sottolineare che le caratteristiche esposte finora hanno subito delle modifiche integrative, dal solo punto di vista formale, atte sia a correggere alcuni refusi presenti nella Legge di Bilancio 2017, che a rendere più chiari alcuni dubbi interpretativi. L'art. 57, comma 2, del Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50, recante "*Disposizioni urgenti in materia finanziaria*", ha apportato una serie di modifiche ed integrazioni alle norme di cui all'art. 1, commi da 88 a 114, della *Legge 11 dicembre 2016, n. 232* (c.d. "Legge di Bilancio 2017"), che di conseguenza hanno interessato anche i PIR. È opportuno, in questa sede, riportarle di seguito:

- a) Correzione del refuso contenuto nel comma 101: il rinvio al "comma 90" contenuto nel citato comma 101 ai fini della individuazione degli investimenti qualificati da effettuare nel piano era errato, ed era da intendersi al "comma 102". Peraltro, questo si evinceva, oltre che dalla relazione illustrativa e dalla relazione tecnica alla normativa in esame, anche dal successivo comma 104 che, con riferimento agli investimenti effettuati per il tramite di OICR italiani od esteri (UE o SEE), correttamente fa rinvio al comma 102. Al fine di giovare del regime di non imponibilità dei redditi derivanti dagli investimenti detenuti nel piano, le somme o i valori conferiti nel piano devono essere destinati ad investimenti qualificati di cui al comma 102, anche nel caso di investimento diretto, nel rispetto ovviamente dei vincoli di composizione e concentrazione del patrimonio del PIR e al vincolo di detenzione di cinque anni degli strumenti finanziari in cui è investito il piano.

- b) Riformulazione del comma 113¹¹³ per meglio chiarire che l'intermediario o l'impresa di assicurazione presso cui è stato aperto il PIR deve tenere separata evidenza delle somme destinate nel piano in anni differenti nonché degli investimenti qualificati effettuati. La separazione contabile è necessaria, da un lato, per tenere memoria delle movimentazioni degli strumenti finanziari contenuti nel piano, dei redditi derivanti dagli stessi e delle eventuali

¹¹³ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 113: "*L'intermediario o l'impresa di assicurazione presso il quale è costituito il piano di risparmio a lungo termine tiene separata evidenza delle somme destinate nel piano in anni differenti.*"

minusvalenze conseguite, dall'altro, per verificare l'osservanza dell'obbligo di detenzione degli strumenti finanziari per almeno cinque anni. La normativa non prevede l'obbligo di aprire un rapporto ad hoc in cui destinare le somme o i valori. L'intermediario finanziario o l'impresa di assicurazione deve quindi garantire anche la separazione contabile delle somme o valori destinati nel PIR e dei loro impieghi, rispetto agli altri strumenti finanziari eventualmente detenuti presso lo stesso intermediario.

Inoltre, è stata introdotta anche modifica del comma 106¹¹⁴ per consentire il termine più ampio dei 90 giorni in luogo dei 30 inizialmente previsti per reinvestire le somme conseguite a seguito del rimborso a scadenza degli strumenti finanziari detenuti nel piano¹¹⁵.

¹¹⁴ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 106: "... *In caso di rimborso degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima del quinquennio, il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari indicati ai commi 102 e 104 entro trenta giorni dal rimborso.*"

¹¹⁵ Disponibile su: www.assogestioni.it/normativa-pir-risolti-i-dubbi-interpretativi, Assogestioni, *Normativa PIR, risolti i dubbi interpretativi*, agg. maggio 2017

3.3 Analisi dell'universo investibile dei PIR

Dopo essersi soffermati in modo specifico sulle caratteristiche dei PIR, per andare a valutare l'impatto che possono provocare questi strumenti in primis sui mercati, ed in secondo luogo sull'economia reale, risulta di centrale importanza andare ad analizzare il particolare universo investibile che contraddistingue questa nuova modalità di investimento. Le regole relative alla composizione del portafoglio prevedono che almeno il 21% del valore complessivo degli investimenti del PIR sia investito in strumenti finanziari emessi da società italiane ed estere (UE e SEE) con stabile organizzazione in Italia diverse da quelle rilevanti ai fini del FTSE MIB o di altri indici equivalenti. Andremo quindi a focalizzare la nostra analisi sul mercato delle PMI italiane, che, come abbiamo sottolineato in precedenza, risulta essere il principale destinatario dell'investimento dei PIR, i quali ne potranno avere in portafoglio sia titoli azionari che strumenti di debito. Per classificare le PMI, è bene far riferimento alla definizione espressa dalla *Commissione Europea* in materia. Come possiamo osservare dalla *Figura 16*, la classificazione delle imprese operata dalla Commissione segue parametri come il numero di dipendenti, fatturato e valore dell'attivo.

Figura 16

	<i>Dipendenti</i>		<i>Fatturato</i>		<i>Attivo</i>
<i>Grande impresa</i>	≥ 250	oppure	> € 50 mln	oppure	>43 € mln
<i>Media Impresa</i>	< 250	e	≤ 50 mln	e	≤ 43 mln
<i>Piccola Impresa</i>	< 50	e	≤ 10 mln	e	≤ 10 mln
<i>Microimpresa</i>	< 10	e	≤ 2 mln	e	≤ 2 mln

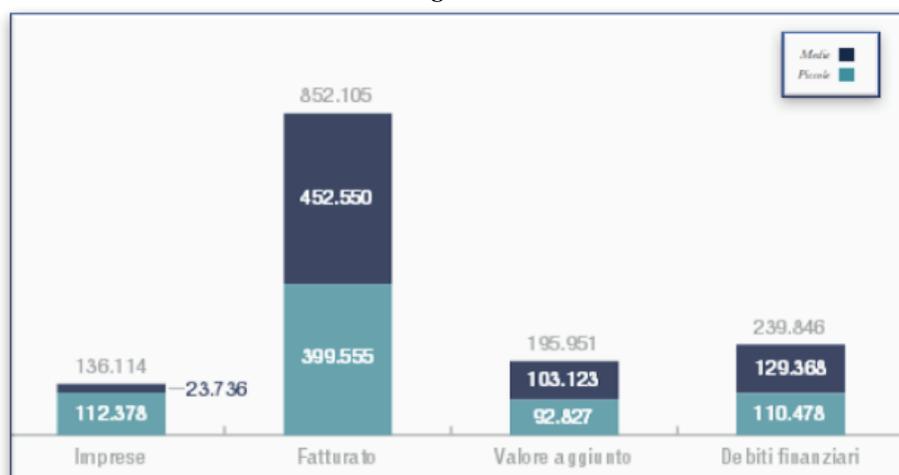
Fonte: Commissione Europea

L'universo investibile dei PIR si restringe tuttavia ai campi delle *Medie Imprese* e *Piccole Imprese*, in quanto sia per dimensioni che per prospettive future è inopportuno considerare come appetibili anche la classe relativa alle *Micro Imprese*.

Ponendo lo sguardo alla realtà italiana, la maggior parte delle medie imprese, che sono quelle investibili, non è quotata sui mercati. Nonostante gli sforzi profusi da Borsa Italiana negli ultimi anni per favorirne la quotazione, ci ritroviamo al giorno d'oggi ancora in una situazione di questo tipo, caratterizzata da pochissime nuove quotazioni. Le imprese italiane sono mediamente più piccole dei Paesi comparabili europei e anche sotto il punto di vista dello sviluppo, queste crescono più lentamente. Le PMI però svolgono un ruolo di fondamentale importanza nella c.d. “*economia commerciale non finanziaria*”, generando il 68% del valore aggiunto (media UE - 57%) e il 79% della totalità dei posti di lavoro (media UE - 67%)¹¹⁶.

Compiere un'analisi dettagliata del mercato delle PMI italiane si rivela difficile data la forte scarsità di informazioni a disposizione. A differenza delle imprese quotate, per le quali è disponibile una grande quantità di dati forniti da Borsa Italiana, per le PMI risulta appropriato far riferimento al *Rapporto sulle PMI 2016* redatto dall'azienda *Cerved*, che comprende un campione molto rappresentativo del mercato.

Figura 17



Fonte: Rapporto sulle PMI 2016, Cerved

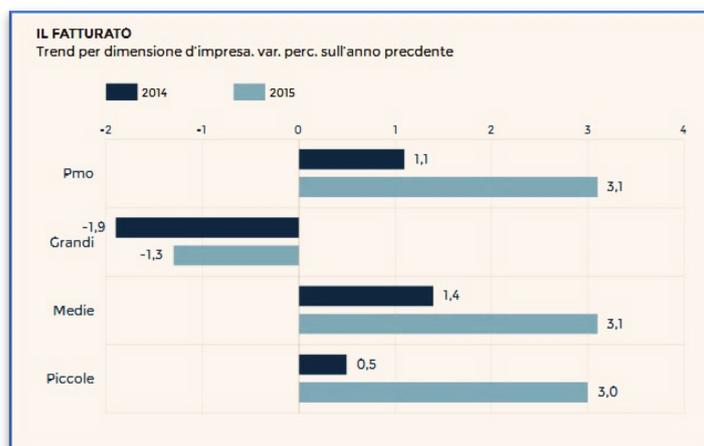
Come ci viene mostrato dalla *Figura 17* le medie imprese italiane, circa 24 mila, sono molto meno delle piccole imprese. Di conseguenza, è ragionevole supporre che l'universo investibile dei PIR si focalizzi solo su questa parte di PMI che viene considerata più appetibile anche in relazione agli altri indicatori considerati (valore

¹¹⁶ Cfr. Commissione Europea, *Relazione per paese relativa all'Italia 2017*, Bruxelles, 2017, p.3

aggiunto e debiti finanziari). Comparando il fatturato delle due classi di è possibile avere conferma di come le medie imprese, anche essendo molto poche in relazione alla quota di piccole imprese presente sul mercato, abbiano una produttività e una dimensione di gran lunga maggiore¹¹⁷.

Dopo le forti difficoltà avute a seguito della crisi, e del conseguente *credit crunch*, possiamo affermare che nell'ultimo periodo si è registrato un miglioramento significativo dell'andamento delle PMI negli ultimi anni. Il processo di uscita dalla crisi sembra ormai a buon punto, si può osservare come rispetto alle grandi imprese, che hanno visto il proprio fatturato calare, le PMI hanno registrato un tasso di crescita pari a circa il 3% del fatturato.

Figura 18



Fonte: Il Sole 24 Ore, Enrico Netti, Tengono i ricavi delle PMI italiane, 7 novembre 2016

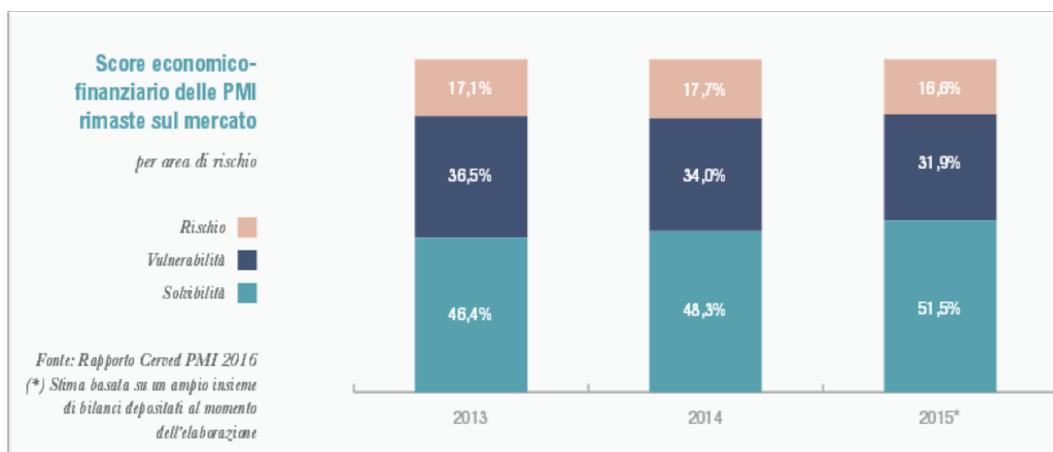
Le PMI che hanno sopravvissuto alla crisi stanno quindi tornando a crescere, e risultano essere anche più capitalizzate di prima. Quest'ultimo aspetto si presenta essere rilevante ai fini della trasformazione in atto nella composizione del patrimonio delle imprese italiane, storicamente atte a finanziarsi presso il canale bancario. Inoltre, ciò fa sì che, anche se ci dovesse essere un altro ciclo recessivo, le imprese possano andare a fronteggiare meglio gli shock di mercato, dimostrando così una maggiore resilienza.

¹¹⁷ Cfr. Cerved, *Rapporto sulle PMI 2016*, Roma, 2016

Quanto alle prospettive di crescita, le potenzialità delle PMI sono testimoniate soprattutto dai valori registrati nei principali indici di bilancio. In particolare, il valore medio del ROE (*Return On Equity*), relativo al 2015, risulta essere pari all'8,6%. Possiamo notare come al giorno d'oggi per le grandi imprese è molto difficile avere un ROE su questi livelli. Ciò rende questo dato ancora più significativo sia per quanto riguarda la redditività maggiore delle PMI italiane nei confronti delle grandi imprese, sia in termini di attrattività di potenziali investitori sia italiani che esteri.

Un ultimo aspetto che è interessante tener presente, nell'andare a valutare la qualità dell'universo investibile dei PIR, è sicuramente quello inerente ai potenziali rischi provenienti dall'investire nelle PMI italiane. A tal proposito, lo stesso *Rapporto sulle PMI 2016 Cerved* ci propone una visione sull'evoluzione di alcuni indicatori di rischio delle PMI negli ultimi anni. L'analisi è stata condotta tenendo in considerazione diverse variabili economico finanziarie il cui andamento, in maniera aggregata, rispecchia la probabilità di *default* dell'impresa (*Figura 19*).

Figura 19



Fonte: Rapporto sulle PMI 2016, Cerved

Rispetto al passato la percentuale di imprese che possiamo considerare solvibili, quindi sicura, è cresciuta ed ha raggiunto una quota superiore al 50%. Più della metà delle PMI considerate ha un livello di rischio che assicura la loro solvibilità. La restante parte si divide in imprese definite vulnerabili e imprese con un livello di rischio alto. Possiamo osservare quindi come sia migliorato in media il grado di rischio complessivo dell'insieme delle PMI italiane, ma è chiaro che ciò non toglie la presenza

di forti rischi soprattutto per quella fetta di imprese che opera su una sola linea di business e quindi in maniera poco diversificata¹¹⁸.

Dopo essere andati a delineare un quadro di insieme del mercato delle PMI, è utile andare a valutare anche l'andamento degli ultimi anni degli indici di Borsa che spiegano maggiormente questa classe di imprese.

Al 31 marzo 2017 l'universo investibile dei PIR in Italia, relativamente al 21% del valore complessivo dell'investimento, è formato da 274 titoli che rappresentano una capitalizzazione complessiva di Euro 123 miliardi. Andando nello specifico, risulta possibile investire in 62 imprese *Mid-cap*, per una capitalizzazione totale di 102 miliardi di euro, e in 212 *Small-cap* la cui capitalizzazione complessiva è pari a 21 miliardi di euro. Per quanto concerne le *Mid-cap*, 38 titoli sono quotati sul mercato MTA (capitalizzazione totale 68 miliardi di euro) e 24 appartengono al segmento STAR (capitalizzazione totale pari a 34 miliardi di euro). D'altra parte, con riferimento alle *Small-cap*, il mercato inerente risulta essere l'AIM Italia, il quale è costituito da 79 società, che rappresentano il 37% dell'universo investibile *Small-cap* (17% in termini di capitalizzazione). La capitalizzazione del mercato AIM Italia (circa 3,6 miliardi di euro) è pari a circa la metà della capitalizzazione delle Small Cap STAR (8,0 miliardi di euro) e delle Small Cap MTA/MIV (7,1 miliardi). Di conseguenza, La capitalizzazione media delle società AIM Italia ammonta a 45 milioni di euro, in contrapposizione ai 174 milioni per le Small Cap STAR e ai 99 milioni per le Small Cap MTA/MIV.

Al giorno d'oggi, il mercato AIM Italia si presenta essere molto attrattivo e con importanti potenzialità di crescita. Infatti, la presenza di PMI innovative e dinamiche identifica l'AIM come il mercato nel quale è possibile andare a selezionare opportunità di investimento caratterizzate da modelli di *business* di nicchia con elevati tassi di crescita e forte propensione all'internazionalizzazione. Questo però non è esente certo da rischi significativi, in quanto presenta una bassa capitalizzazione ed un limitato flottante. Inoltre, un altro elemento di rischio risiede anche nel fatto che, oltre ad essere un mercato relativamente giovane rispetto agli altri, è caratterizzato da requisiti di

¹¹⁸ Cfr. Cerved, *Op.cit.*, Roma, 2016

accesso e permanenza semplificati, essendo dedicato maggiormente ad investitori istituzionali e professionali¹¹⁹.

Analizzando le performance dell'insieme dei titoli quotati appartenenti alla quota del 21% del totale universo investibile dei PIR, possiamo evidenziare come questa è stata molto interessante se comparata al FTSE MIB, principale indice azionario italiano. Gli indici rappresentativi dei mercati sopra citati, infatti, hanno registrato delle performance migliori in media del FTSE MIB, anche nei momenti di forte recessione. Ciò certifica ancor di più la validità dei fondamentali economici delle PMI italiane, nonché un'eccellenza imprenditoriale ormai conclamata a livello mondiale. Possiamo affermare quindi che ci sono tutti i presupposti per far sì, tramite i PIR, di finanziare imprese con forti potenzialità di crescita, accompagnando a quest'immissione di liquidità anche competenze professionali in materia di governance, che si rivelano sempre più necessarie. D'altro canto, in relazione alle PMI non quotate, c'è bisogno di un *expertise* da parte dei gestori dei fondi ancora più profonda, finalizzata a selezionare al meglio i settori e poi le imprese in cui investire e, in ultima analisi, per creare le condizioni atte ad accompagnare quest'ultime alla quotazione in Borsa.

¹¹⁹ Cfr. Osservatorio IR Top Consulting, *PIR: stima dell'impatto su AIM Italia*, Milano, 6 aprile 2017 (elaborazione su dati di Borsa Italiana).

3.4 Il confronto con le esperienze estere¹²⁰

Nel panorama economico mondiale sono state già adottate da tempo modalità di investimento simili ai PIR, atte ad incentivare l'investimento nell'economia reale nazionale. Il crescente numero di sottoscrittori e soprattutto la totalità dei flussi confluiti, sono i principali due indicatori del successo che queste hanno riscontrato nel corso del tempo. Come è stato sottolineato in precedenza, la scelta del Governo di introdurre i PIR è stata determinata anche dalla presenza di tali strumenti con caratteristiche simili, esempio di come provvedimenti governativi possano far confluire risorse all'economia reale in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. In questo paragrafo l'analisi è incentrata solo su parte delle esperienze estere che per caratteristiche, e per mercato di riferimento, si ritengono essere le più simili ai nostri Piani Individuali di Risparmio.

Plan d'Épargne en Actions (PEA)

I PEA, *Plan d'Épargne en Actions*, sono stati istituiti nel 1992 in Francia e hanno totalizzato un valore di mercato pari a 120 miliardi di euro al 31 dicembre 2016. Possiamo definirli come modalità di investimento riservate alle sole persone fisiche fiscalmente domiciliate in Francia che consentono ai sottoscrittori di beneficiare di un trattamento fiscale favorevole in un'ottica di lungo periodo.

Questi prevedono che almeno il 75% del loro portafoglio deve essere investito in *equity* di società appartenenti all'Unione Europea, oppure con sede in Islanda, Liechtenstein o Norvegia. L'investimento *cash* è permesso, nel rispettare il limite minimo dell'*equity*; al contrario, non possono essere presenti titoli obbligazionari in portafoglio. Come per i PIR, anche per i PEA il minimo *holding period* per conseguire il beneficio fiscale è pari a 5 anni. In questo ambito, un punto di differenza con i PIR è che in caso di prelievo operato tra i cinque e gli otto anni l'intera somma richiesta viene corrisposta e contemporaneamente avviene la chiusura del piano. Se, al contrario, non avvengono prelievi nei primi otto anni di detenzione, possono essere operati prelievi parziali indefinitamente. Dopo 5 anni non vengono applicate tasse sul

¹²⁰ Si procede come in: Keith Lawson, *Tax incentives in other countries to promote personal saving*, Intervento tenuto durante Il Salone del Risparmio 2017, Milano, 2017

capital gain, ma resta l'applicazione delle tasse previste dal regime di tassazione previdenziale. Il limite massimo di contribuzione pro capite è 150 mila euro.

UK Individual Savings Accounts (ISAs)

Nel Regno Unito, gli ISAs sono stati introdotti nel 1999 dal Governo britannico, con la finalità di andare a rappresentare un'opportunità di investimento per la fascia di cittadini inglesi con reddito medio-basso. Al 31 dicembre 2016 vantano un controvalore pari a ben 518 miliardi di sterline. Le rendite finanziarie nell'ambito degli ISA, percepite sotto forma di interessi, dividendi o plusvalenze da *capital gain*, sono esenti da qualsiasi tipo di imposte. Non è previsto un *holding period* minimo al fine di ottenere l'esenzione fiscale. Possiamo osservare che gli ISA si suddividono in due tipologie, in base al profilo di anzianità del risparmiatore: *Adult ISA* e *Junior ISA* (operativi dal 2011 e riservati a soggetti di età inferiore ai 18 anni).

Inoltre, è opportuno far presente che dal 2017 entreranno in vigore i *Lifetime ISAs*, presentati come una soluzione previdenziale e assicurativa flessibile a lungo termine riservata ai risparmiatori con età compresa tra i 18 e i 39 anni.

Gli *Adult ISA* si suddividono in tre categorie, in base alla tipologia di strumenti finanziari in cui investono: *Cash ISA*, *Stocks & Shares ISA*, i quali possono investire in strumenti finanziari classici come depositi bancari, titoli obbligazionari o azioni, e *New Innovative Finance ISA*, che includono i cosiddetti "*peer-to-peer loans*". Qualsiasi la distribuzione dell'ammontare investito tra le tre categorie, gli *Adult ISA* prevedono un limite annuale investibile di 15.240 sterline per anno nel 2015/2016. A partire dal 6 aprile 2017 il limite investibile viene convertito nella quota più alta di 20 mila sterline per anno¹²¹.

In linea con le statistiche del Governo britannico il 52% dei Piani Individuali di Risparmio Inglesi è sotto forma di *Cash ISA*, la restante parte risulta appartenere alla categoria *Stock & Shares ISA*. Analizzando i dati ufficiali, possiamo notare come l'importo medio sottoscritto singolarmente è stato stimato essere pari a poco più di 6

¹²¹ Cfr. Keith Lawson, *Tax incentives in other countries to promote personal saving*, Intervento tenuto durante Il Salone del Risparmio 2017, Milano, 2017

mila sterline tra il 2015 e il 2016, in crescita di 5 punti percentuali rispetto al periodo precedente. Al momento dell'introduzione degli *ISA* nel mercato inglese, le azioni che potevano essere parte del portafoglio *ISA* erano collegate unicamente ai titoli appartenenti al *Main Market*. A partire dal 2013, il legislatore ha dato la possibilità di includere anche le azioni delle società quotate sul mercato AIM UK. Tale scelta ha avuto uno sviluppo particolarmente positivo: il controvalore e la totalità dei volumi scambiati su AIM UK hanno registrato una variazione del +40% nel giorno in cui la Legge è entrata in vigore, e i valori in termini di liquidità si sono ulteriormente rafforzati di anno in anno. Inoltre l'interesse dei risparmiatori verso le PMI quotate è stato accresciuto ancor di più nel momento in cui il mercato AIM UK è diventato un'opportunità di investimento efficiente dal punto di vista fiscale. Di conseguenza, a seguito della modifica della normativa, le azioni quotate sul mercato AIM Londra sono esenti dalla tassa di successione, se vengono detenute in portafoglio per un periodo di almeno 2 anni. In più, dal 2014 le operazioni effettuate su titoli azionari AIM UK godono dell'esenzione dall'imposta di bollo. È opportuno sottolineare come, grazie a queste misure, nel periodo 2013-2014 il 44% della popolazione adulta in Inghilterra deteneva almeno un investimento in *ISA*. L'esperienza degli *ISA* nel Regno Unito testimonia come un portafoglio che vede presente nella sua composizione anche una quota parte di azioni quotate su AIM, può essere “*tax-efficient*” e la scelta di investire in *mid* e *small-cap* si può rilevare determinante per la pianificazione finanziaria. Quanto al punto di vista economico, è opportuno sottolineare che dal 1995 si sono quotate sull'AIM di Londra più di 3.500 aziende, il che dimostra come anche lo stesso mercato sia caratterizzato da numerose storie di successo¹²².

¹²² Cfr. Osservatorio IR Top Consulting, *PIR: stima dell'impatto su AIM Italia*, Milano, 6 aprile 2017

3.5 Prospettive d'impatto sull'Economia Reale

Nel corso di questo paragrafo viene condotta una stima sull'ammontare dei potenziali flussi che confluiranno nei Piani Individuali di Risparmio in un orizzonte temporale di 5 anni. Di seguito, di questi flussi viene stimata la quota che potenzialmente confluirà nelle aziende classificate come *Mid* e *Small-caps*, e quindi sostanzialmente la totalità dei potenziali flussi di liquidità che confluiranno nell'economia reale nazionale.

Il punto di partenza sta nell'andare a considerare l'insieme dei potenziali sottoscrittori di un prodotto PIR *compliant* come quota percentuale del totale dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento e fondi pensione, al 31 dicembre 2016. I sottoscrittori totali di fondi comuni di investimento risultano essere 6,8 milioni¹²³, mentre quelli di fondi pensione hanno raggiunto recentemente quota 7,2 milioni¹²⁴. Basandosi su questi due dati, si ipotizza che nel 2017 i sottoscrittori di prodotti PIR saranno pari al 10% del totale dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento e al 5% degli individui che detengono almeno un fondo pensione in portafoglio. La scelta di attribuire una percentuale maggiore ai sottoscrittori di un fondo comune di investimento PIR *compliant* è motivata dal fatto che l'offerta delle principali SGR e SICAV italiane è composta da una quota di questa tipologia di prodotti molto maggiore delle forme di previdenza complementare PIR *compliant* presenti sul mercato al giorno d'oggi.

Tenuto conto dei limiti di investimento di 30 mila euro per anno e di 150 mila euro totali, è ragionevole supporre che in relazione ai sottoscrittori di prodotti PIR di natura previdenziale o assicurativa l'importo medio sottoscritto sia pari a 15 mila euro pro capite. Dopo tutto, la normativa prevede che le casse e i fondi pensione possano godere delle agevolazioni fiscali nel limite del 5% dei loro attivi, oltre al fatto che in media questa tipologia di investimento registra un importo medio di sottoscrizione storicamente più basso rispetto ai fondi comuni di investimento, data anche la tipologia di clienti che attrae. Con riferimento invece ai potenziali sottoscrittori di fondi comuni PIR, è opportuno andare ad operare una distinzione a seconda del patrimonio investibile dell'individuo. Della quota calcolata, 680 mila sottoscrittori (pari al 10%

¹²³ www.assogestioni.it

¹²⁴ www.ivass.it

del totale dei sottoscrittori di fondi comuni al 31 dicembre 2016), è ragionevole prevedere che, data la distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane, l'80% comprenda investitori con patrimonio investibile inferiore a 500 mila euro, e il restante 20% sia rappresentato da investitori con un patrimonio investibile superiore a 500 mila euro, ovvero *Very High Net Worth Individuals* (VHNWI)¹²⁵, più comunemente detti *Clients Private* nel nostro Paese. Tale distinzione porta a prevedere che l'investimento medio in PIR della prima categoria sia pari a 15 mila euro, mentre per gli investitori VHNWI l'importo medio di sottoscrizione possa raggiungere il limite massimo di 30 mila euro pro capite.

Un altro aspetto di fondamentale importanza, di cui si è tenuto conto nella previsione dei sottoscrittori, è che all'interno di un nucleo familiare i prodotti PIR *compliant* possono essere sottoscritti da ogni componente. Di conseguenza, il limite dei 30.000 euro per anno potrebbe essere moltiplicato per il numero dei componenti il nucleo nelle più rosee aspettative. Questo fattore porta a prevedere che una parte degli investitori con elevate disponibilità, particolarmente interessati all'investimento, possa far sottoscrivere ad un altro membro del nucleo familiare un prodotto PIR, al fine di innalzare l'investimento totale. Dunque, si è ipotizzato che almeno metà degli potenziali investitori VHNWI possa apportare un'ulteriore sottoscrizione di un fondo comune di investimento PIR da parte di un altro membro della propria famiglia, per un ammontare pari a 20 mila euro. Così facendo, in un'ottica complessiva, possiamo osservare come l'investimento totale del nucleo familiare di metà degli investitori VHNWI ipotizzati sia pari a 50 mila euro (dati dalla somma di 30 mila euro per il singolo investitore VHNWI e 20 mila euro in capo ad un altro membro del nucleo familiare). L'ipotesi sottostante secondo la quale l'investimento totale in PIR dovrebbe essere pari a 50 mila euro, risulta avvalorata dal fatto che in un'ottica di

¹²⁵ Si fa riferimento in questa sede alla classificazione dei soggetti operata dall'azienda *PWC*, la quale divide gli investitori in: - *Affluent*: è la fascia di clientela sicuramente più numerosa in quanto vi rientrano i clienti che possiedono un patrimonio investibile di circa 100.000 USA;

- *High Net Worth Individuals* (HNWI): sono così definiti i soggetti che hanno una dotazione patrimoniale investibile compresa fra i 100.000 USA e i 500.000 USA;

- *Very High Net Worth Individuals* (VHNWI): rientrano in tale definizione i clienti che presentano soglie patrimoniali disponibili comprese fra i 500.000 USA ai 5.000.000 USA;

- *Ultra High Net Worth Individuals* (UHNWI): siamo di fronte a clienti con disponibilità patrimoniali molto consistenti, dai 5.000.000 USA ai 50.000.000 USA ed oltre.

Cfr. PriceWaterHouseCoopers, "*Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005*", Zürich, 2005, p. 4

diversificazione del proprio portafoglio, su una disponibilità investibile maggiore di 500 mila euro è ragionevole supporre che sia opportuno investire in questa tipologia di fondi al massimo una quota pari al 10%, considerata la forte concentrazione nei prodotti PIR *compliant* del rischio Paese (*country-risk*), causata dai particolari limiti di investimento previsti dalla normativa.

Possiamo osservare quindi in *Figura 20* la distribuzione totale dei potenziali sottoscrittori di prodotti PIR *compliant* descritta finora.

Figura 20 - Totale sottoscrittori di un prodotto PIR compliant nel 2017

	Modalità di Investimento	
	Fondi Comuni di Investimento	Fondi Pensione o altra forma di previdenza complementare
Sottoscrittori potenziali di Piani Individuali di Risparmio	680.000	360.000
<i>di cui Investitori Affluent e HNVI</i>	544.000	
<i>di cui Investitori VHNWI</i>	136.000	
Nuovi sottoscrittori appartenenti al nucleo familiare del singolo investitore VHNWI	68.000	
Totale sottoscrittori stimati	748.000	360.000

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Ivass e Assogestioni

Tenendo conto degli importi medi di sottoscrizione discussi, si è calcolato il totale dei potenziali flussi che confluiranno in Piani Individuali di Risparmio per il periodo considerato, ovvero per i prossimi 5 anni. Nel corso dell'analisi si prevede che l'aumento dei sottoscrittori rispetto al totale 2017 sia significativo per i primi due anni di stima e vada ad essere più contenuto negli anni successivi (*Figura 21*).

Il motivo per il quale si adotta un approccio di questo tipo è da ricercarsi sostanzialmente nel possibile impatto che possono avere i flussi investiti sui mercati di riferimento dell'universo investibile dei PIR. Si presume che, date le dimensioni contenute dei mercati di riferimento relativi alle *Mid* e *Small-cap*, ben presto si possa arrestare il forte rialzo dei titoli che si sta verificando al giorno d'oggi. Infatti, è opportuno supporre che dopo una prima fase di valorizzazione dei titoli azionari delle PMI quotate, che storicamente sono sempre risultati sotto-prezzati rispetto ai reali fondamentali economici, l'effetto di rialzo causato dai PIR possa

arrestarsi e quindi portare ad una stabilizzazione dei rendimenti di tali titoli. Conseguentemente, il rendimento di tutto il portafoglio ne risentirebbe dal momento in cui, nella maggior parte dei casi, proprio la porzione del 21%, riservata all'investimento in società non facenti parte dell'indice FTSE MIB o simili, risulta essere la componente più rischiosa del portafoglio e quindi con un rendimento potenzialmente più elevato.

Figura 21 - Totale Sottoscrittori PIR (dati in migliaia)

<i>Sottoscrittori di prodotti PIR compliant sotto forma di:</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Fondi Comuni di Investimento	748	860	924	959	977
<i>di cui Investitori Affluent e HNVI</i>	544	626	673	698	711
<i>di cui Investitori VHNWI</i>	136	156	168	174	178
<i>di cui nuovi sottoscrittori appartenenti al nucleo familiare del singolo investitore VHNWI</i>	68	78	84	87	89
Fondi Pensione (o altra forma di previdenza complementare)	360	414	445	462	470
Totale	1.108	1.274	1.370	1.421	1.448

Fonte: elaborazione dell'autore

Inoltre, nell'andare a calcolare i flussi relativi ai prossimi 5 anni, si assume che i sottoscrittori investano ogni anno un importo pari all'investimento iniziale in maniera costante, accrescendo gradualmente la quota complessiva investita in PIR detenuta in portafoglio. Sfruttando quindi i vincoli alla composizione del portafoglio dettati dalla normativa, si è stimato quanto di questi flussi confluirebbe in società italiane (o con stabile organizzazione in Italia) e di conseguenza in quelle società che non appartengono all'indice FTSE MIB o ad indici simili.

Di seguito, in *Figura 22* vengono riportati in tal senso i risultati della stima condotta.

Figura 22 – Stima dei Flussi PIR (dati in milioni di euro)

	2017	2018	2019	2020	2021	Totale 5Y
Totale Flussi da Fondi Comuni di Investimento PIR <i>compliant</i>	13.600	15.640	16.813	17.443	17.771	81.267
Totale Flussi da Fondi Pensione PIR <i>compliant</i> (o altra forma di previdenza complementare)	5.400	6.210	6.676	6.926	7.056	32.268
TOTALE FLUSSI	19.000	21.850	23.489	24.370	24.827	113.535
<i>di cui confluìti in:</i>						
Strumenti fin. di Società italiane	13.300	15.295	16.442	17.059	17.379	79.474
<i>di cui</i>						
Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili	3.990	4.589	4.933	5.118	5.214	23.842
Altri Strumenti Finanziari	5.700	6.555	7.047	7.311	7.448	34.060

Fonte: elaborazione dell'autore

Come è possibile osservare dalla *Figura 22*, si prevede un flusso pari a 19 miliardi di euro per l'anno corrente, in crescita nei prossimi anni, di cui quasi 4 miliardi nell'universo investibile rappresentato dalle *Mid* e *Small-cap* italiane (*Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili*). I risultati esposti in *Figura 22* ci mostrano come i PIR potrebbero raccogliere poco più di 113 miliardi di euro nei prossimi 5 anni, 81 dei quali provenienti da Fondi Comuni di Investimento e poco più di 32 miliardi di euro apportati da Fondi pensione o altre forme di previdenza complementare, quindi investitori istituzionali.

Rilevante è quindi l'impatto che i PIR possono avere sull'economia reale nazionale sia nel 2017, che in tutto il periodo dei prossimi 5 anni per il quale si prevedono flussi totali per quasi 24 miliardi di euro. Inoltre, in relazione proprio all'ammontare di flussi potenziali confluìti nell'universo di imprese *Mid* e *Small-cap*, quindi nell'economia reale italiana, risulta di estrema importanza andare a calcolare in che misura questo si

distribuisce tra strumenti di *debt* o *equity*. Una previsione di questo genere assume grande rilevanza se si pensa a come, con l'introduzione dei PIR, il sistema del credito delle PMI italiane potrebbe cambiare significativamente, assumendo una forma più bilanciata rispetto ad una completa dipendenza dal canale bancario. In tale ambito, i flussi che saranno destinati a strumenti di debito potranno rappresentare per le imprese emittenti la giusta forma di finanziamento di lungo periodo, finalizzata ad alimentare non solo la gestione operativa, ma anche e soprattutto il proprio piano industriale in un'ottica di espansione verso nuovi mercati.

Nell'andare a stimare quindi quanto degli afflussi in strumenti finanziari emessi da società italiane non appartenenti al FTSE MIB (o indici simili) potrebbe essere a strumenti di debito oppure investito in azioni, si è fatto riferimento alla composizione del portafoglio dei prodotti PIR *compliant* presenti sul mercato alla 20 maggio 2017 (Cfr. *L'Offerta delle principali SGR*). Analizzando quindi la tipologia di prodotti e il relativo *benchmark* di riferimento, se presente, si sono andate a stimare, tramite una media aritmetica, le quote percentuali medie del patrimonio di ogni entità che sono investite in *equity* o in strumenti *debt*. Le percentuali risultanti si sono rivelate essere pari a: 59% investito in *equity*, e il 41% investito in strumenti di debito. Applicando tali coefficienti, sono pervenuti i risultati riportati in *Figura 23*.

Figura 23

	2017	2018	2019	2020	2021	Totale 5Y
Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili	3.990	4.589	4.933	5.118	5.214	23.842
<i>di cui</i>						
Afflussi in azioni	2.354	2.707	2.910	3.019	3.076	14.067
Afflussi in strumenti di debito	1.636	1.881	2.022	2.098	2.138	9.775

Fonte: elaborazione dell'autore

La scelta di condurre la stima dei coefficienti in questo modo, presume l'ipotesi di base che tutti i nuovi prodotti che si presenteranno sul mercato dopo la data di

riferimento considerata (20 maggio 2017) seguano in aggregato le medesime caratteristiche generali sia in relazione alla tipologia di prodotti, sia con riguardo alla quota investita del proprio patrimonio in *equity* o in *debt*.

Bisogna precisare che ciò di cui non è stato tenuto conto, nell'andare a stimare le percentuali *equity* o *debt*, è la dimensione in termini di valore di mercato del patrimonio dei prodotti PIR *compliant* considerati. Tuttavia, si è ritenuto opportuno procedere trascurando questo aspetto a causa del fatto che, generalmente, il valore di mercato di ogni patrimonio subisce frequenti variazioni nel corso del tempo. Di conseguenza, andare a considerare questo fattore misurando la dimensione dei rispettivi patrimoni alla data di valutazione, e quindi mantenere i rispettivi valori per tutto l'orizzonte temporale dell'analisi, si sarebbe rilevato inopportuno e non coerente con l'obiettivo della stessa analisi.

Il peso ponderante dell'*equity* rispecchia tuttavia la forte presenza sul mercato di fondi comuni di investimento PIR azionari. Si stima come in 5 anni si possa raggiungere quota 14 miliardi di euro di flussi in azioni, contro una quota stimata relativa agli strumenti di debito pari a quasi 10 miliardi.

Dopo aver esposto i risultati ottenuti dalla stima condotta e le ipotesi a essa sottostanti, c'è da precisare che gli effetti sull'economia reale oltre ad essere quantificati in termini di flussi, dovranno essere valutati nel corso del tempo anche in un'accezione più qualitativa. Infatti, possiamo osservare come nel selezionare le PMI da acquisire in portafoglio sarà di centrale importanza l'*expertise* che dimostreranno i gestori dei fondi, la quale si rivelerà determinante soprattutto al fine di massimizzare il rendimento dei flussi investiti. Una conoscenza approfondita del mercato domestico delle PMI potrà portare, tramite gli afflussi di risorse attesi, a far espandere in primis quelle imprese che rappresentano la vera eccellenza imprenditoriale italiana, le quali potranno incidere significativamente sull'economia reale nazionale sia come volume d'affari prodotto, che in termini di aumento degli occupati.

3.6 L'offerta delle principali SGR

Con l'istituzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) introdotti a inizio anno dalla Legge di Bilancio 2017, l'industria del risparmio gestito si è immediatamente attivata nel creare prodotti *ad hoc, compliant* con la nuova normativa. Di seguito, viene presentato uno schema elaborato su dati *Morningstar* alla data del 20 maggio 2017 in cui si mostra l'attuale offerta delle principali SGR, SICAV e compagnie assicurative operanti sul mercato italiano:

SGR	Fondi PIR Compliant	Categoria Assogestioni	Categoria	Benchmark dichiarato
Zenit SGR	Zenit Pianeta Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	85% COMIT Performance R 10/40 , 15% BofAML Constant Maturity 3M
	Zenit Obbligazionario	Obbligazionari Misti	Bilanciati Prudenti	45% BofAML Emu Corporate Large Cap , 10% COMIT Performance R 10/40 , 25% BofAML EMU Direct Governments TR EUR , 20% BofAML Euro LIBOR 3 Mon CM TR EUR
Pioneer Investments SGR	Pioneer Risparmio Italia	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	55% BofAML EUR Corp Large Cap TR EUR , 25% BofAML EMU Direct Govt 1-3Y TR EUR , 20% FTSE Italia MidCap TR EUR
	Pioneer Sviluppo Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	30% FTSE MIB TR EUR , 70% FTSE Italia MidCap TR EUR
Anima SGR	Anima Crescita Italia	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	7% FTSE MIB GR EUR , 15% JPM GBI Global GR EUR , 15% MSCI Italy Small Cap GR EUR , 50% BofAML Italy LargeCap Corp Custom GR EUR , 5% BofAML Euro Treasury Bill GR EUR , 8% MSCI World NR EUR
	Anima Iniziativa Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	5% BofAML Euro Trsy Bill GR EUR , 95% MSCI Italy Small Cap GR EUR
Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A	Mediolanum Flessibile Futuro Italia	Flessibili	Azionari Italia	Not Benchmarked
	Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia	Flessibili	Bilanciati Prudenti	Not Benchmarked
Arca SGR	Arca Economia Reale Bilanciato Italia	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	20% BofAML Euro Treasury Bill , 50% BofAML Sen IT Corp Ex Re 5%ConstCust EUR , 30% FTSE Italia MidCap TR EUR
	Arca Economia Reale Equity Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	10% FTSE AIM ITALIA TR EUR , 85% FTSE Italia Star TR , 5% BofAML Euro Governments Bill TR EUR
Eurizon Capital SGR	Eurizon Progetto Italia 20	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	10% BBgBarc US Treasury Bills TR EUR , 10% JPM GBI Global TR EUR , 60% BofAML Italy Corporate 1-5Y Custom , 20% FTSE Italia MidCap TR EUR
	Eurizon Progetto Italia 40	Bilanciati	Bilanciati Moderati	10% JPM GBI Global TR EUR , 10% MSCI World EUR , 10% FTSE MIB , 50% BofAML Italy Corporate 1-5Y Custom , 20% FTSE Italia MidCap TR EUR
	Eurizon Progetto Italia 70	Bilanciati Azionari	Bilanciati Aggressivi	20% MSCI World EUR , 30% FTSE MIB , 30% BofAML Italy Corporate 1-5Y Custom , 20% FTSE Italia MidCap TR EUR
	Eurizon PIR Italia 30	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	10% JPM GBI Global TR EUR , 10% MSCI World EUR , 60% BofAML Italy Corporate 1-5Y Custom , 20% FTSE Italia MidCap TR EUR

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Assogestioni e Morningstar

<i>SGR</i>	<i>Fondi PIR Compliant</i>	<i>Categoria Assogestioni</i>	<i>Categoria Morningstar</i>	<i>Benchmark dichiarato</i>
Ersel Asset Management SGR	Fondersel P.M.I.	Azionari Italia	Azionari Italia	50% FTSE MIB TR EUR , 50% FTSE Italia MidCap TR EUR
Amundi Asset Management SGR	Amundi Valore Italia Pir	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Moderati	Not Benchmarked
	Amundi Dividendo Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	65% FTSE MIB , 25% FTSE Italia Star , 10% BBgBarc Capital Euro Treasury 0-6M
Sella Gestioni SGR	Investimenti Azionari Italia PIR	Azionari Italia	Azionari Italia	10% BBgBarc EUR Treasury Bills 0-3M Unhg TR , 90% Italy Stock Market BCI Comit Perf R. EUR
	Investimenti Bilanciati Italia PIR	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	10% BBgBarc EUR Treasury Bills 0-3M Unhg TR , 20% Italy Stock Market BCI Comit Perf R. EUR , 50% BofAML Italy Gov.bond 1-5y EUR , 20% BofAML EMU Corporate TR EUR
AcomeA S.G.R.	AcomeA Patrimonio Esente	Flessibili	Bilanciati Prudenti	Not Benchmarked
UBI Pramerica SGR	UBI Pramerica MITO 25	Bilanciati Obbligazionari	Bilanciati Prudenti	25% BofAML Euro Large Cap Corporate , 50% BofAML Italy LargeCap Corp Custom , 25% FTSE Italia MidCap TR EUR
	UBI Pramerica MITO 50	Bilanciati	Bilanciati Moderati	25% COMIT Performance R , 25% BofAML Euro Large Cap Corporate , 25% BofAML Italy LargeCap Corp Custom , 25% FTSE Italia MidCap TR EUR
Symphonia SGR	Symphonia Azionario Small Cap Italia	Azionari Italia	Azionari Italia	90% FTSE Italia Star TR , 10% BofAML EMU Direct Governments TR EUR
Allianz Global Investors	Allianz Azioni Italia All Stars	Azionari Italia	Azionari Italia	95% FTSE Italia All Share , 5% MTS Capitalizzazione Lorda Bot
Mediobanca	Mid & Smalla Cap Italy	Azionari Italia	Bilanciati Prudenti	10% BofAML Euro Government Bill , 90% FTSE Italia Mid Cap EUR
Fidelity	Italy Fund Sicav	Azionari Italia	Azionari Italia	MSCI Italy 10/40 NR EUR
Cnp Partners	Cnp Investment Insurance Solution	Polizza vita multi ramo		
Lyxor	Lyxor Ftse Italia Mid Cap Pir Ucits Etf	ETF		
Cassa Centrale Banca	Gp Benchmark PIR Risparmio Italia 30	Gestione Patrimoniale		
	Gp Benchmark PIR Risparmio Italia 50	Gestione Patrimoniale		
	Gp Benchmark PIR Risparmio Italia Azionario	Gestione Patrimoniale		

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Assogestioni¹²⁶ e Morningstar¹²⁷

¹²⁶ Note su categorie Assogestioni: La classificazione dei fondi comuni si articola innanzitutto in cinque macro categorie: Azionari, Bilanciati, Obbligazionari, Liquidità e Flessibili. Ogni macro categoria si contraddistingue per la percentuale minima e massima di investimento azionario, ossia identifica i parametri per l'asset allocation di base (azionaria-obbligazionaria). In particolare, le macro categorie sono:

- i fondi di liquidità non possono investire in azioni;
- i fondi obbligazionari non possono investire in azioni (con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti che possono investire da 0% al 20% del portafoglio in azioni);
- i fondi bilanciati investono in azioni per importi che vanno dal 10% al 90% del portafoglio;
- i fondi azionari investono almeno il 70% del proprio portafoglio in azioni;
- i fondi flessibili non hanno vincoli di asset allocation azionaria (0%-100%).

(disponibile su: www.assogestioni.it, Guida alla Classificazione dei prodotti del Risparmio Gestito)

Dopo aver mostrato l'attuale offerta di PIR, risulta opportuno in questa sede andare a esporre brevemente le caratteristiche fondamentali degli strumenti finanziari in cui si esplicano i prodotti PIR *compliant* elencati, al fine di fornire al lettore una migliore comprensione delle diverse tipologie di investimento presenti.

Fondi Comuni di Investimento

I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che perseguono la finalità di investire i capitali raccolti da una pluralità di investitori secondo una precisa strategia di investimento. Sono finalizzati a creare valore attraverso la gestione (attiva o passiva) di una serie di *asset*, per remunerare in primis gli investitori partecipanti al capitale, ed in secondo luogo il gestore del fondo. In maniera riassuntiva possiamo identificare tre principali centri di interesse che caratterizzano un fondo comune di investimento:

- La società di gestione, la quale rappresenta il fulcro gestionale dell'attività del fondo e, tramite il gestore, avvia il fondo stesso definendo il regolamento del fondo e le politiche di investimento;
- I partecipanti del fondo, ossia i risparmiatori, che investono nel fondo acquisendone una o più quote;
- La banca depositaria, che custodisce materialmente i titoli del fondo e ne tiene in cassa le disponibilità liquide. Inoltre, le banche depositarie hanno anche una funzione di controllo sulla legittimità delle operazioni del fondo, conformemente alle disposizioni in materia di Banca d'Italia.

Il valore del fondo, viene espresso attraverso la pubblicazione quotidiana del NAV (*Net Asset Value*), che rappresenta il valore complessivo netto del patrimonio del fondo¹²⁸.

¹²⁷ *Note su categorie Morningstar*: Ciascuna categoria Morningstar raggruppa i fondi con politiche d'investimento omogenee attraverso l'analisi della composizione specifica per titoli dei rispettivi portafogli e non soltanto in base agli obiettivi dichiarati dai gestori o alla loro capacità di realizzare un dato livello di reddito. (disponibile su: www.morningstar.it)

¹²⁸ Disponibile su www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiinvestimento.htm, Borsa Italiana, *Cosa sono i fondi comuni di investimento?*, agg. 2007

In tale contesto è opportuno andare ad esporre le componenti della documentazione ufficiale consultabile relativa al collocamento dei fondi comuni di investimento:

- *Prospetto Informativo*

La parte prima contiene informazioni di tipo generale sull'investimento, informazioni economiche (relative a costi, agevolazioni e regime fiscale), modalità di sottoscrizione, rimborso o aggiuntive.

La parte seconda, al contrario, contiene i dati periodici di rischio/rendimento dei fondi, nonché i costi e le spese sostenuti dai fondi stessi.

- *KIID*

È un documento che contiene le informazioni chiave di cui l'investitore deve disporre, come previsto dalla normativa, in relazione al fondo di investimento che intende sottoscrivere, mirate a far comprendere la natura del fondo ed i rischi ad esso connessi. Le informazioni contenute nel KIID sono: codice ISIN, società di gestione, obiettivi e politica di investimento, profilo di rischio e di rendimento, costi, risultati ottenuti nel passato e informazioni pratiche. La consegna del KIID in fase di collocamento è obbligatoria.

- Il *Regolamento unico di gestione semplificato* contiene la scheda identificativa, le caratteristiche del prodotto e le modalità di funzionamento.

- Il *foglio agevolazioni finanziarie* identifica le particolari agevolazioni concesse ad alcune categorie di sottoscrittori, se previste.

- Il *modulo di sottoscrizione*, in cui si esplica il contratto.

Fondi a benchmark

Con il termine *benchmark* viene indicato un parametro di riferimento oggettivo sulla base del quale avviene il confronto della performance del fondo con l'andamento del mercato spiegato dallo stesso *benchmark*. La funzione principale del *benchmark* è quella proprio di essere uno strumento atto a valutare il rischio tipico del mercato in cui il portafoglio investe e quindi supportare l'investitore nella valutazione dei risultati

conseguiti dal portafoglio. La finalità dei fondi a *benchmark* risiede proprio nel valutare la gestione del fondo rispetto al parametro di riferimento in termini di performance. La rendicontazione con l'andamento del fondo rispetto al *benchmark* deve essere mostrata al sottoscrittore periodicamente e almeno su base semestrale. In questo modo, il *benchmark* diviene quindi il punto di partenza per le valutazioni del profilo rischio-rendimento del fondo da parte di ogni investitore¹²⁹.

Fondi flessibili

I fondi flessibili, a differenza di tutte le altre categorie dei fondi comuni, non prevedono limiti massimi e/o minimi, sia per l'investimento in determinate classi di strumenti finanziari, sia per la *duration* complessiva del portafoglio. Di conseguenza, non hanno alcun vincolo sull'*asset allocation* di base (azioni-obbligazioni) e non condividono alcuno specifico fattore di rischio (ad esempio geografico, settoriale, valutario, ecc.). Non dichiarano quindi nessun *benchmark*¹³⁰.

Gestioni Personalizzate

Le gestioni personalizzate rappresentano servizi offerti dalle banche attraverso i quali il cliente dà mandato alla banca di gestire il proprio capitale. Tramite la gestione patrimoniale il cliente effettua un conferimento di denaro e, nel rispetto delle linee guida più o meno vincolanti, conferisce mandato alla banca di gestire il capitale con la finalità di ottenere una rivalutazione dello stesso. A differenza del fondo comune, dove il principio fondante fa riferimento alla gestione collettiva, qui la gestione del capitale è individuale. Possiamo osservare come mentre nei fondi comuni il capitale partecipa a un monte collettivo in cui l'individualità del conferimento si smaterializza, nella gestione patrimoniale invece esiste un conto intestato al cliente e tutte le operazioni sono registrate a nome del risparmiatore¹³¹.

¹²⁹ Disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/benchmark.htm, Borsa Italiana, *Il Benchmark*, agg. 2007

¹³⁰ Disponibile su: www.assogestioni.it, *Guida alla Classificazione dei prodotti del Risparmio Gestito*

¹³¹ Disponibile su: www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gestione-patrimoniale.htm, Borsa Italiana, agg. 2012

Soluzioni assicurative Unit Linked

Le polizze "*linked*" costituiscono forme assicurative caratterizzate dalla diretta dipendenza delle prestazioni dal valore di una entità di riferimento. Nell'ambito delle polizze "*linked*", le "*unit*" hanno prestazioni collegate al valore di un fondo di investimento, esterno o interno all'impresa, mentre le "*index*" sono caratterizzate da prestazioni la cui entità è in funzione del valore di un indice azionario o di un altro valore di riferimento¹³².

A tal proposito, possiamo notare come BNL BNP Paribas per entrare nel mercato dei Piani Individuali di Risparmio, a differenza degli altri istituti, non lancerà fondi comuni PIR, ma polizze vita di tipo multi-ramo: prodotti che combinano al loro interno sia una gestione separata di ramo I (con la garanzia del capitale), sia fondi (unit linked, il cosiddetto ramo III).

¹³² Disponibile su: www.ivass.it, Ivass, *Le polizze Index e Unit Linked in Italia*

3.7 I PIR nell'ambito della consulenza finanziaria

I Piani Individuali di Risparmio, per loro natura, presentano elementi di diversificazione intrinseca in quanto, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, la loro offerta si compone prevalentemente di fondi comuni di investimento, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), che investono somme di denaro raccolte tra il pubblico di risparmiatori in strumenti finanziari o altre attività, operando secondo il principio della ripartizione dei rischi. Tuttavia, bisogna tener presente che, per i limiti posti dal legislatore alla composizione degli investimenti e alla durata per beneficiare del risparmio fiscale, il singolo risparmiatore deve pianificare la giusta quota di PIR da detenere in portafoglio in funzione delle proprie esigenze.

In tale ambito, è opportuno precisare che all'interno di un nucleo familiare possono essere sottoscritti da ogni componente. Di conseguenza, il limite dei 30.000 euro per anno potrebbe essere moltiplicato per il numero dei componenti il nucleo. La sottoscrizione di PIR da parte di minori segue le regole oggi previste per tutti gli altri fondi comuni nel rispetto di quanto previsto dal Codice Civile.

Inoltre i PIR, come abbiamo visto in precedenza, non hanno una durata massima: devono però essere detenuti per almeno 5 anni per beneficiare dell'agevolazione fiscale. Qualora il risparmiatore decidesse di investire una quota annua in PIR per i prossimi 5 anni, potrà disinvestire in esenzione dalle imposte sulle plusvalenze, secondo la regola *first in first out*: l'investimento operato oggi tra cinque anni, quello che opererà nel prossimo anno tra 6 anni e così via¹³³. In caso di disinvestimento, anche parziale, prima dei 5 anni, il risparmiatore dovrà recuperare il pagamento delle imposte sulle eventuali plusvalenze realizzate, unitamente agli interessi.

Un altro elemento di centrale importanza è sicuramente l'aspetto che relativo al tema della sicurezza degli investimenti. I PIR in qualità di fondi comuni non corrono rischi del tipo *bail-in*. Il patrimonio, infatti, è separato da quello della società che lo gestisce e ovviamente anche da quello dell'eventuale gruppo che controlla l'una o l'altra. La separazione del patrimonio rappresenta da tempo uno dei presidi stabiliti dal

¹³³ Legge 11 dicembre 2016 n. 232, Art. 1 comma 110: "In caso di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria omogenea, si considerano ceduti per primi i titoli acquistati per primi e si considera come costo quello medio ponderato dell'anno di acquisto."

legislatore a tutela degli investitori. La normativa comunitaria, che vale tanto per i fondi quanto per le SICAV, stabilisce inoltre che le quote degli OICR siano depositate presso una banca terza rispetto alla società di gestione e mantengano così la proprietà collettiva dei sottoscrittori. Non entrando a far parte dello stato patrimoniale delle SGR, degli intermediari e dei gruppi bancari di appartenenza, gli attivi del fondo non sono toccati dal fallimento di alcuno di questi operatori.

Tenuto conto delle considerazioni fatte finora e delle caratteristiche di questi nuovi strumenti, sarebbe opportuno che ogni risparmiatore, nel momento in cui decidesse di sottoscrivere un PIR, prestasse particolare attenzione alla percentuale del portafoglio da destinargli, attenendosi a poche semplici regole:

1. Individuare il proprio profilo di investimento stabilendo i propri obiettivi finanziari in funzione dell'orizzonte temporale ed il livello dei rendimenti attesi in funzione della propria propensione al rischio;
2. Stabilire come investire valutando la situazione complessiva delle proprie disponibilità, scegliendo i fondi di investimento ed il loro relativo peso considerando il contributo del singolo fondo al rischio–rendimento dell'intero portafoglio, diversificando anche rispetto alle Società di Gestione, per ridurre ulteriormente i rischi complessivi;
3. Consultare la documentazione informativa disponibile, costituita principalmente dal Prospetto informativo che deve essere consegnato obbligatoriamente al risparmiatore prima dell'acquisto del fondo, insieme al KIID e al Foglio agevolazioni;
4. Valutare attentamente le commissioni di:
 - a. Sottoscrizione, che rappresentano il costo in percentuale per l'acquisto di un fondo comune di investimento. Da tener presente che alcune SGR, pur non prevedendo una commissione di sottoscrizione, prevedono una commissione di uscita dal fondo, che normalmente decresce con il passare degli anni;

- b. Gestione, che rappresentano la componente certa della remunerazione del gestore. Sono espresse in misura percentuale, vengono calcolate quotidianamente sul patrimonio netto del fondo e possono essere prelevate periodicamente. Le commissioni di gestione, di norma, crescono al crescere il grado di rischio del fondo.
- c. Performance (o incentivo), che vengono pagate dal fondo nel momento in cui la gestione dovesse conseguire rendimenti superiori rispetto ad un parametro di riferimento prestabilito ed indicato nel prospetto informativo, in un determinato orizzonte temporale.

Nell'affrontare il tema della diversificazione, è opportuno ricordare che il Piano di Risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro.

Come abbiamo osservato nella sezione dedicata all'attuale offerta di mercato, sono previsti prodotti sia prevalentemente obbligazionari, anche con distribuzione dei proventi, che azionari. Quindi, le esigenze a cui può rispondere un PIR sono sia la gestione di un capitale per ottenere una integrazione del reddito mensile attraverso prodotti obbligazionari misti a distribuzione dei proventi, sia la gestione di un capitale mirata ad una crescita potenziale significativa nel lungo periodo attraverso prodotti azionari.

Le proprietà di questa nuova modalità di investimento, soprattutto se pensiamo ai vincoli da rispettare nella composizione del portafoglio, rendono i Piani Individuali di Risparmio un investimento caratterizzato da una forte presenza del rischio paese (*country-risk*). Come emerge dall'ultima edizione dell'indagine *Indici e Dati*¹³⁴, curata dall'ufficio studi di Mediobanca, la Borsa italiana, inglobata nel London Stock Exchange, con 434 miliardi di capitalizzazione risultava ventesima per capitalizzazione tra le borse mondiali, a fine agosto 2016. Inoltre, con un peso rispetto al Pil del 26%, risulta essere il mercato meno rappresentativo dell'economia nazionale, nell'ambito dei primi 23 mercati al mondo.

¹³⁴ Cfr. Mediobanca, *Indici e Dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2016

Premesso che è necessario posizionare gli investimenti secondo un orizzonte temporale definito e secondo una scala di priorità coerente con le proprie esigenze ed obiettivi, per affrontare adeguatamente un mercato finanziario in continua evoluzione è fondamentale adottare una precisa strategia d'investimento, dove la diversificazione ne costituisce la base. Più si diversifica il proprio portafoglio, più si riducono i rischi di oscillazioni e perdite. Una vasta gamma di titoli consente di frazionare il rischio complessivo, annullando il rischio emittente e riducendo la volatilità complessiva dell'investimento.

Inoltre, è opportuno distribuire i propri investimenti nelle diverse economie, settori e aree geografiche del mondo, per aumentare la sicurezza e le opportunità di rendimento, sfruttando mercati e valute il cui andamento non è strettamente correlato. Infine, considerato che la storia ci insegna che i mercati finanziari, in particolare quelli azionari, anche se seguono un trend storico estremamente positivo sono da sempre caratterizzati da periodi di crescita e flessione, possiamo identificare nella diversificazione dei momenti d'acquisto un ulteriore importante elemento potenziante.

CONCLUSIONI

I Piani Individuali di Risparmio, unitamente a rappresentare un'opportunità di investimento di grande interesse per i risparmiatori italiani e per il l'Industria del Risparmio Gestito, presentano, in tutti i loro aspetti, gli elementi giusti per essere uno dei principali strumenti atti a far confluire risorse nell'economia reale nel medio-lungo periodo. Il voler collocare i PIR in quest'ottica, fa sì che la relativa normativa messa in atto dal Governo possa essere valutata sotto un punto di vista completamente diverso rispetto ai precedenti provvedimenti in materia di risparmio.

L'istituzione dei Piani Individuali di Risparmio può cambiare definitivamente il mercato finanziario italiano, determinando un mutamento di notevole portata anche dell'intera economia italiana. Il principale aspetto che è opportuno sottolineare in tal senso, è sicuramente la concreta possibilità che i PIR possano effettivamente innalzare l'interesse di numerosi investitori istituzionali sulle PMI italiane, da sempre comprese in un mercato azionario caratterizzato da bassi volumi scambiati. I flussi provenienti dai PIR, andranno probabilmente anche ad aumentare il flottante e la liquidità dei mercati di riferimento, provocando effetti positivi anche in termini di controvalore. In questo ambito, lo sviluppo del mercato AIM Italia risulta un elemento chiave nello stimolare importanti investimenti sull'universo di imprese *Mid* e *Small-cap*. Il vincolo alla detenzione del PIR in portafoglio per almeno cinque anni, finalizzato ad ottenere il beneficio fiscale, può garantire un'importante forma di finanziamento di lungo periodo proprio per le PMI italiane. In relazione a ciò, il sistema del credito di tali imprese potrebbe cambiare significativamente, assumendo così una forma più bilanciata rispetto alla completa dipendenza dal canale bancario che lo caratterizza al giorno d'oggi. L'afflusso costante di ingenti risorse per un periodo di tempo prolungato, oltre ad alimentare la gestione operativa, permetterebbe alle PMI di mettere in pratica il proprio piano industriale, in un'ottica di espansione verso nuovi mercati e linee di business.

Proprio nell'esplicarsi di questo processo, è ragionevole supporre che si possa verificare un parallelo miglioramento della cultura della quotazione in Borsa tra gli imprenditori italiani, storicamente non così diffusa. L'accesso ai mercati dei capitali da parte delle PMI, in maniera aggregata può contribuire a stimolare l'economia reale anche in termini di occupazione, provocando, in ultima analisi, un impatto positivo sulla crescita del PIL nazionale.

Dal punto di vista del singolo risparmiatore se consideriamo gli specifici vincoli da rispettare nella composizione di un portafoglio PIR, risulta chiaro come le proprietà di questa nuova modalità di investimento definiscono una forte presenza del rischio paese. Inoltre, soprattutto in relazione ai fondi comuni di investimento PIR quasi totalmente azionari, la scelta nel sottoscrivere un prodotto PIR *compliant* deve essere in linea con il proprio profilo di rischio, nonché con le aspettative di rendimento. In questa fase, è di centrale importanza il ruolo del consulente finanziario che, assistendo l'investitore *retail* nella formulazione delle proprie scelte, dovrà analizzare in termini di quota percentuale del portafoglio e sottoscrizione complessiva il possibile investimento in PIR, in un'ottica di diversificazione dei rischi.

Un aspetto importante nel rapporto tra consulente finanziario e investitore *retail*, è il possibile rischio che il consulente possa proporre al proprio cliente unicamente prodotti PIR *compliant* promossi dall'ente che egli rappresenta. Possiamo osservare come nel processo di scelta di un prodotto PIR sul mercato, il ruolo del consulente finanziario si rivela essere ancor più di centrale importanza. Infatti, una delle determinanti a cui è opportuno far riferimento, è di sicuro l'esperienza dimostrata dalla SGR che istituisce il PIR, e quindi dal Gestore del fondo, nel interpretare e conoscere approfonditamente il mercato delle PMI italiane. Assunto che le informazioni sui mercati di riferimento delle PMI non sono facilmente reperibili, sarà difficile per il risparmiatore valutare la bontà dei titoli detenuti nel portafoglio PIR che sta per acquisire. Di conseguenza, affidarsi quindi ad un gestore con un *expertise* elevata in questo campo si rivelerà determinante, soprattutto al fine di massimizzare il rendimento dei flussi investiti.

In aggregato, se l'Industria del risparmio gestito svilupperà una conoscenza approfondita del mercato domestico delle PMI, si potrà verificare, tramite gli afflussi di risorse attesi, l'espansione in primis di quelle imprese che rappresentano la vera eccellenza imprenditoriale italiana, le quali, in ultima analisi, potranno incidere significativamente sull'economia reale nazionale sia come volume d'affari prodotto, sia in termini di aumento del fatturato e del numero complessivo di occupati.

Gli effetti sull'economia reale apportati dai PIR, oltre ad essere quantificati in termini di flussi, dovranno essere valutati nel corso del tempo anche in un'accezione più qualitativa. In tal senso, la funzione dell'Autorità di Vigilanza si presenta come essere la chiave per scongiurare il verificarsi di squilibri sul mercato domestico delle PMI italiane. Si presume che, a causa delle dimensioni ridotte dei alcuni mercati in cui investiranno i PIR, ben presto si possa arrestare il forte rialzo dei titoli che si sta verificando al giorno d'oggi. Infatti, è opportuno supporre che dopo una prima fase di valorizzazione dei titoli azionari delle PMI quotate, che storicamente sono sempre risultati sotto-prezzati rispetto ai reali fondamentali economici, l'effetto di rialzo causato dai PIR possa arrestarsi e quindi portare ad una stabilizzazione dei rendimenti di tali titoli nel lungo periodo.

Come abbiamo potuto osservare nello sviluppo del lavoro, i mercati di riferimento delle *Mid* e *Small-cap* italiane sono caratterizzati anche per essere di dimensioni contenute, e per la limitata liquidità. In questo senso, un elevato afflusso di risorse potrebbe portare al verificarsi di fenomeni come ad esempio una bolla finanziaria, dal momento in cui si potrebbe apprezzare troppo un'impresa, o un gruppo di imprese, il cui valore di borsa non rispecchia il vero valore di mercato in termini di fondamentali economici. C'è bisogno, quindi, di un continuo monitoraggio delle operazioni da parte dell'Autorità di Vigilanza, che, in casi particolari, si potrebbe anche tradurre in interventi mirati volti ad eliminare il rischio relativo al verificarsi di questi fenomeni, i quali nel caso in cui avrebbero luogo, potrebbero produrre significativi effetti negativi sull'economia reale nazionale.

In conclusione, è possibile affermare che il coinvolgimento di una molteplicità di attori, quali i risparmiatori, l'*Industry* del Risparmio Gestito, le imprese italiane, i consulenti finanziari e infine l'Autorità di Vigilanza, rende lo scenario in cui si pongono i PIR estremamente complesso, ma allo stesso tempo ricco di prospettive di sviluppo finanziario. È proprio attraverso il particolare sviluppo di competenze qualitativamente elevate da parte di tutti i soggetti citati, e di una conoscenza approfondita di questo strumento completamente nuovo, che sarà possibile tradurre le dinamiche che caratterizzano i Piani Individuali di Risparmio in un effettivo impatto sull'economia reale, il quale potrà contribuire in modo significativo alla ripresa economica del nostro Paese.

BIBLIOGRAFIA

Arlotta C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014

Assogestioni, *Guida alla classificazione dei prodotti del Risparmio Gestito*, Milano, 2003

Atz., U. e D. Bholat, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, *Staff Working Paper No. 589*, Bank of England, 2016

Banca d'Italia, *Moneta e Banche, Supplementi al Bollettino Statistico n.1*, Roma, Gennaio 2017

Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area Euro, Banking Lending Survey*, Roma, Gennaio 2017

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.1, Roma, 2016

Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma, 31 Maggio 2016

Bofondi M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, Marzo 2017

Caivano M., L. Rodano e Sivero S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, 2010

Carli G., *Economia società istituzioni*, Giuffrè, Milano, 1989

Casarano F., *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Laterza, Bari, 2001

Centro Studi Unimpresa, *Rapporto mensile sul credito (Gennaio 2017)*, Milano, 2017

Cerved, *Rapporto sulle PMI 2016*, Roma, 2016

Commissione Europea, “*2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy*”, Bruxelles, 2013

Commissione Europea, *Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 maggio 2003

Commissione Europea, *Relazione per paese relativa all'Italia 2017*, Bruxelles, 2017

Commissione Europea, *Unione dei mercati dei capitali: un piano d'azione per dare impulso al finanziamento di imprese e investimenti*, Bruxelles, Settembre 2015

Consob, *L'equity crowdfunding, Position papers*, Roma, Agosto 2016

Deloitte, *Marketplace Lending. A temporary phenomenon?*, 2016

Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50, “*Disposizioni urgenti in materia finanziaria*”

Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, Padova, 2011

EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, Febbraio 2015

Intermonte SIM, *Focus sui PIR, Intermonte Advisory*, Milano, 18 gennaio 2017

Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2016, Tassi bassi e volatilità, si ritorna al mattone*, Torino, 21 luglio 2016

Legge di Bilancio 2017, *Legge 11 dicembre 2016, n. 232*

Lemma V., *The Shadow Banking System, Palgrave Macmillan in Banking and Financial Institutions*, Palgrave Macmillan UK, 2016

Lawson K., *Tax incentives in other countries to promote personal saving*, Il Salone del Risparmio 2017, Milano, 2017

Malinconico A., *Banche, PMI e mercati: tra regolamentazione di vigilanza ed evoluzione del rapporto banca-impresa*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2015

Malinconico A., *PMI e credito nell'Italia post crisi: fra stagnazione e riforme del settore finanziario*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2014

Mediobanca, *Indici e Dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2016

Morin F., *Un monde sans Wall Street?*, Seuil, Parigi, 2011

Nesta, *Pushing boundaries, the 2015 UK Alternative Finance Industry Report 2016*, *University of Cambridge*, 2016

OCSE, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scoreboard*, Parigi, 2016

Osservatorio IR Top Consulting, *PIR: stima dell'impatto su AIM Italia*, Milano, 6 aprile 2017

Politecnico di Milano School of Management, *3° Report italiano sui Mini-Bond*, *Osservatorio Mini-Bond*, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Milano, Febbraio 2017

Previtali D., *Banche, credito ed imprese nella crisi finanziaria*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2014

PriceWaterHouseCoopers, “*Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005*”, Zürich, 2005

Signorini L. F., *Banche e imprese nella crisi*, Intervento alla XLIV Giornata del Credito, Roma, 3 Ottobre 2012

Ufficio Studi CGIA, *Un bilancio sul Quantitative Easing*, Venezia-Mestre, 15 Ottobre 2016

Visco I., *La ricchezza della Nazione*, Intervento del Governatore di Banca d'Italia al Senato della Repubblica, Roma, 30 Marzo 2017

Wehinger G., *SMEs and credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013/2, 2013

Ziegler J., *La privatizzazione del mondo*, il Saggiatore, Milano, 2005

SITOGRAFIA

- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pil.htm
- www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2014/10/27/news/finanza_un_trilione_di_dollari_che_soffoca_leconomia_reale/
- [www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm/
- [www.treccani.it/enciclopedia/cdo_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/cdo_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)
- www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra
- [www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bce-192.htm
- www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/moneta-intermediari-finanza/intermediari-finanziari/indagine-credito-bancario/index.html
- www.giornaledellepmi.it/banche-unimpresa-prestiti-alle-aziende-15-miliardi-in-12-mesi/
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spac-163.htm
- www.zopa.com
- www.prestitionline.it/guide-e-strumenti/glossario-prestiti/credit-bureau.asp
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm
- www.infodev.org/infodevfiles/infodev_crowdfunding_study_0.pdf
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm
- argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/capital-market-union.html
- www.assogestioni.it
- www.morningstar.it
- www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-18/pir-obiettivo-10-miliardi-2017-
- www.milanoфинanza.it/news-preview/pir-ci-sono-67-mld-in-arrivo-
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiinvestimento.htm
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/benchmark.htm
- www.ivass.it
- www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gestione-patrimoniale.htm
- www.glossariomarketing.it/significato/information-provider/
- www.assogestioni.it/normativa-pir-risolti-i-dubbi-interpretativi



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Banche e Intermediari Finanziari*

**I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO: PROSPETTIVE
DI SVILUPPO FINANZIARIO E LEGAMI CON
L'ECONOMIA REALE**

Summary

Relatore:

Mirella Pellegrini

Correlatore:

Concetta Brescia Morra

Candidato:

Daniele Nunziato

Matricola: 674721

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

- RIASSUNTO -

L'obiettivo del lavoro è quello di andare ad analizzare in modo dettagliato i Piani Individuali di Risparmio, introdotti con la Legge di Bilancio 2017, e quindi di stimarne l'impatto che potenzialmente potranno avere sull'economia reale nazionale in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

I Piani Individuali di Risparmio possono essere definiti come dei contenitori nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni, in strumenti finanziari e liquidità beneficiando di vantaggi fiscali. Tale intervento normativo proviene proprio dall'esigenza di mettere in atto un significativo incentivo fiscale finalizzato ad indirizzare il risparmio delle famiglie italiane verso investimenti produttivi in imprese italiane, in maniera stabile e duratura. L'ottica secondo la quale il lavoro viene condotto pone l'analisi dei Piani Individuali di Risparmio a valle della definizione del contesto macroeconomico di riferimento e dei fattori principali che lo hanno determinato.

CAPITOLO I - ECONOMIA REALE E FINANZA

Nel primo Capitolo viene mostrato come lo scenario di fronte al quale ci troviamo al giorno d'oggi è frutto di una crescita esponenziale del ruolo del sistema finanziario, esplicitasi a partire dall'abbandono del sistema di *Bretton Woods*, nel 1973. Questo evento può essere definito come un vero e proprio momento di svolta nella storia dell'economia, in seguito al quale la finanza, che aveva avuto sino ad allora un ruolo marginale, si espande fino a diventare il perno attorno a cui ruota l'intero sistema economico mondiale. È proprio a causa dell'espansione protratta nel tempo del divario tra economia reale e finanza, che si sono verificati nel corso della storia recente eventi che hanno provocato *shock* di mercato fortemente negativi per l'economia mondiale. Il più importante tra questi è sicuramente rappresentato dalla crisi finanziaria globale, la quale ha colpito il centro del sistema finanziario internazionale contagiando lentamente, in maniera significativa, l'economia reale del mondo intero. I suoi effetti di lungo termine sull'economia reale, che sono discussi

ampiamente nel corso del primo Capitolo, sono sostanzialmente alla base del rallentamento economico internazionale che si è verificato negli ultimi anni. Gli effetti di quest'ultima hanno gravato sul sistema bancario in termini di compressione di margini, erosione di capitale, ma soprattutto per quanto riguarda l'offerta del credito, con forti ripercussioni sull'economia reale. A tal proposito, l'ultima parte del primo Capitolo è dedicata all'analisi di uno dei più incisivi effetti di lungo periodo della crisi finanziaria globale, ovvero l'avvento di un'epoca all'insegna di una fortissima stretta creditizia.

Il fenomeno del *credit crunch* è stato di carattere globale e ha riguardato tutte le principali economie del mondo. Tuttavia, a causa delle particolari condizioni strutturali di diverse economie nazionali, in Europa il problema dell'accesso al credito ha avuto un'intensità maggiore. Fino allo scoppio della crisi, le condizioni di accesso al credito erano particolarmente favorevoli, nonostante la debolezza della redditività operativa delle imprese, anche per effetto di una crescente concorrenza da parte degli intermediari di piccole dimensioni nei confronti delle maggiori banche. Il carattere fortemente banco-centrico del nostro sistema economico ha fatto sì che a seguito dello scoppio della crisi, le condizioni di offerta del credito verso le imprese italiane sono diventate molto più restrittive, soprattutto a causa delle forti tensioni a cui sono stati esposti i bilanci bancari. Proprio questo contesto ha portato allo sviluppo del *credit crunch*, con il conseguente profilarsi di una ripresa economica molto lenta.

CAPITOLO II - LE IMPRESE ITALIANE

TRA CRISI E NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO

Durante il secondo Capitolo, viene posto l'accento sulle nuove forme di finanziamento che stanno sviluppando le imprese, in alternativa al tradizionale canale di finanziamento bancario. Possiamo osservare, in questo senso, come sistema bancario e sistema imprenditoriale sono legati da una relazione inscindibile, presentando un andamento parallelo sia nelle fasi espansive dell'economia e del credito, sia durante i periodi di recessione. Non essendo in grado di accedere direttamente al mercato dei capitali, la maggior parte delle imprese italiane, per le loro

esigenze finanziarie, fa riferimento principalmente, se non in maniera completa, al finanziamento presso il canale bancario. Questo fenomeno si verifica non solo con riguardo alle Piccole e Medie Imprese, ma anche in casi relativi a società abbastanza grandi nelle quali, spesse volte, la natura familiare della proprietà determina una scarsa propensione alla quotazione in Borsa. Il principale effetto che ne consegue è una minore diversificazione delle fonti di finanziamento a causa di una possibilità limitata di collocare sul mercato obbligazioni sottoscrivibili da investitori istituzionali.

La dipendenza delle imprese dal canale bancario è stato uno dei fattori che ha inciso maggiormente sul *credit crunch*, soprattutto in termini dell'effettivo credito a disposizione. Sotto questo profilo, risulta chiaro come il razionamento del credito abbia gravato di più sulle piccole e medie imprese che, oltre ad avere più difficoltà ad accedere a canali alternativi di finanziamento, rappresentano la maggior parte dell'economia nazionale. Di conseguenza, si sono diffuse proprio in questo contesto nuove forme di finanziamento a cui le imprese possono far ricorso, in un'ottica di disintermediazione bancaria, come i *Mini-bond*, le piattaforme di *peer-to-peer lending* e *l'equitycrowdfunding*. Nello sviluppo del secondo Capitolo, si procede focalizzando l'attenzione sul funzionamento di quest'ultime e, più in generale, sulle loro principali caratteristiche.

CAPITOLO III - I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

Nel terzo ed ultimo Capitolo, viene sviluppato in tutti i suoi aspetti l'argomento principale del lavoro, i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Dopo una breve panoramica su come è distribuita la ricchezza in attività finanziarie delle famiglie italiane, e su come gli investitori abbiano cambiato le scelte di investimento nell'epoca dei tassi a zero, si procede a discutere le principali motivazioni che hanno spinto il Governo ad introdurre i PIR. Il punto di partenza nell'andare ad introdurre i Piani Individuali di Risparmio è stato sicuramente la consapevolezza che il tessuto imprenditoriale italiano ha capacità di innovare, trovare prodotti, penetrare in nuovi mercati e soprattutto di esportare. La principale finalità del legislatore, quindi, può essere identificata proprio nel voler andar a far confluire la ricchezza finanziaria delle

famiglie italiane in imprese italiane, soprattutto PMI. La maggior parte di investimenti nelle nostre imprese al giorno d'oggi proviene da capitali esteri. Sostanzialmente, questo dato sottolinea come il provvedimento che istituisce i PIR sia proprio finalizzato a far crescere la quota delle attività finanziarie delle famiglie investita nell'economia nazionale. Infatti, in un Paese con forte propensione al risparmio come il nostro, è di fondamentale importanza per la ripresa economica che una parte maggiore di questa ricchezza sia canalizzata verso l'economia reale, e che quindi ci siano anche i giusti presupposti per far sì che ciò accada.

I Piani Individuali di Risparmio sono dei contenitori nei quali le persone fisiche possono investire, nel rispetto di determinate condizioni, in strumenti finanziari e liquidità beneficiando di vantaggi fiscali. I PIR offrono vantaggi fiscali che consistono nell'esenzione da tassazione sui redditi generati dagli investimenti e nell'esenzione dall'imposta di successione a condizione che l'investimento rispetti dei vincoli nella composizione del portafoglio del piano, che il periodo di detenzione dell'investimento non sia inferiore a cinque anni e che venga rispettato il limite dell'investimento annuale pari a 30.000 euro annui e complessivamente pari a 150.000 euro.

I soggetti destinatari dell'agevolazione sono le persone fisiche fiscalmente residenti nel territorio dello Stato. Da evidenziare che ciascuna persona fisica non può essere titolare più di PIR e che ciascun piano non può avere più di un titolare.

Non ci sono limiti di età per la sottoscrizione dei PIR. Inoltre, la permanenza del requisito della residenza nel territorio dello Stato è fondamentale per poter beneficiare delle agevolazioni. Pertanto, nel caso in cui il sottoscrittore trasferisse la propria residenza all'estero prima che sia trascorso l'*holding period* di 5 anni, le agevolazioni fiscali non vengono applicate. Eccezione particolare è quando si verifica il decesso del titolare del PIR. In questo caso, vengono sicuramente consolidati gli effetti dell'esenzione in capo al *de cuius* nel caso in cui siano stato rispettato l'*holding period*. Se quest'ultimo non è stato rispettato si ritiene che essendo il trasferimento *mortis causa* non derivato da una volontarietà del sottoscrittore, gli eredi possano beneficiare dell'esenzione anche in assenza del periodo minimo di detenzione. È opportuno precisare che al riguardo si attende conferma dal Ministero. Quanto alla costituzione di un PIR, possiamo osservare come possono essere costituiti attraverso le seguenti

forme, a condizione che sia presente l'esercizio dell'opzione per il “*regime del risparmio amministrato*”, così come disciplinato dal comma 101 dell'art. 1 della Legge di Bilancio:

- Un rapporto di custodia o amministrazione;
- Un contratto di gestione di portafogli;
- Altro stabile rapporto, ad esempio la c.d. “*rubrica fondi*”

Inoltre, un'altra forma di costituzione risiede nella stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione.

Il nodo centrale del funzionamento dei Piani Individuali di Risparmio è di sicuro l'agevolazione fiscale che permettono di conseguire. Come abbiamo potuto osservare nei paragrafi precedenti, proprio questo aspetto è considerato di centrale importanza per il Governo, ai fini di veicolare più risparmio possibile nei PIR e quindi andare a far confluire maggiori risorse nell'economia reale nazionale. È opportuno quindi approfondire di seguito quali sono le tre condizioni per l'agevolazione:

- ✓ Vincoli alla composizione del portafoglio del piano;
- ✓ Limite quantitativo all'investimento;
- ✓ Periodo Minimo di possesso.

Viene richiesto che almeno il 70% delle somme investite nel PIR siano investite in strumenti finanziari sia in *equity* che in *debt* di imprese italiane e di imprese estere (UE o SSE) con stabile organizzazione in Italia che svolgono attività diverse da quella immobiliare. Di questo 70%, almeno il 30% deve essere investito in imprese che non siano presenti nel FTSE Mib di Borsa Italiana o in indici esteri equivalenti. Il restante 30% delle somme investite nel piano, può essere destinata a qualsiasi strumento finanziario, compresi depositi e conti correnti. Per quanto riguarda gli investimenti “*qualificati*” 70%, il concetto di stabile organizzazione è un concetto di natura fiscale. In caso di appartenenza ad un gruppo estero, la condizione sufficiente è che l'impresa che emette i titoli sia stabilmente organizzata in Italia. Per determinare se l'impresa ha stabile organizzazione nel territorio dello Stato, è possibile fare riferimento ai dati diffusi dagli *information providers*, al fine di poter andare ad identificare meglio le società investibili conformi a quanto indica la normativa. In tale ambito, bisogna fare

una considerazione sulle eventuali conseguenze per i casi di variazione del requisito della presenza stabile organizzazione in Italia e di variazione presenza società negli indici di mercato FTSE Mib o equivalenti. In questo specifico caso, tali cambiamenti non sortiscono effetti ai fini dei vincoli di composizione del portafoglio, in quanto non derivanti da una volontarietà del sottoscrittore. Possiamo affermare quindi che i risparmiatori e, ancor di più, i gestori dei fondi dovrebbero verificare il requisito solo nel momento dell'acquisizione dei titoli in portafoglio.

Inoltre, è previsto un limite massimo del 10% del totale investito in strumenti finanziari di uno stesso emittente o di società appartenenti al medesimo gruppo. Tale limite è previsto, nella stessa percentuale, anche per i depositi e i conti correnti, che rappresentano le disponibilità liquide in portafoglio.

I limiti entro i quali gli investimenti possono beneficiare dell'esenzione sono 30.000 euro annuali e 150.000 euro complessivi. Ciò non toglie che l'investitore possa investire in un prodotto PIR anche più delle quote suddette. Tuttavia, la quota parte eccedente il limite non beneficerà dell'esenzione fiscale. In relazione alle imposte sulle plusvalenze dei fondi di investimento va ricordato che dal 1° luglio 2014 il D.L. 24/04/14, n. 66, convertito dalla legge 89/14, ha stabilito che il prelievo fiscale sul reddito derivante da fondi comuni d'investimento e gestioni patrimoniali individuali va calcolato in base all'aliquota del 26%, ad esclusione della componente derivante da titoli di Stato italiani ed equiparati e da titoli obbligazionari emessi da Stati ed enti territoriali esteri "*white list*" i cui redditi, di capitale e diversi, beneficeranno dell'aliquota al 12,50% sul risultato della gestione maturato in ciascun anno solare.

Il mancato rispetto dei seguenti divieti compromette automaticamente la conformità del portafoglio alla normativa e quindi l'immediata decadenza delle agevolazioni e dei benefici fiscali. Possiamo osservare quindi come non è possibile investire in:

- Strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli "*white list*". La lista degli Stati inclusi nella *White List* include quei Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia. I Paesi facenti parte della *White List* si differenziano da quelli *Black List* per il fatto che

gli stati pur avendo un regime fiscale privilegiato sono aperti allo scambio di informazioni con gli altri stati attraverso la stipula di apposite convenzioni.

- Redditi relativi a partecipazioni qualificate, come definite ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del DPR n. 917/86 (TUIR). Il comma 104 della Legge di Bilancio 2017 estende la definizione di partecipazioni qualificate includendo anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono per almeno il 70 per cento dell'attivo in strumenti finanziari indicati al comma 102 e nel rispetto delle condizioni di cui al comma 103 della stessa Legge.
- Redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo del contribuente.

Un altro aspetto molto importante che caratterizza i Piani Individuali di Risparmio è che il rispetto dei vincoli di investimento e concentrazione va osservato per almeno i due terzi dell'anno solare. Di conseguenza, in caso di apertura/chiusura del PIR in corso d'anno, il calcolo dei due terzi va effettuato con riferimento ai giorni dell'anno in cui il PIR è stato aperto. Nel caso in cui si verifichi il mancato rispetto dei vincoli alla composizione del portafoglio il PIR viene immediatamente chiuso. Successivamente, vengono recuperati a tassazione, secondo le regole ordinarie e con l'applicazione degli interessi, i redditi medio tempore percepiti in relazione agli strumenti finanziari investiti nel PIR per i quali non siano trascorsi i cinque anni dalla sottoscrizione. Di contro, se sono trascorsi i cinque anni dalla sottoscrizione, i redditi *medio tempore* percepiti conservano l'esenzione facendo sì che le eventuali plusvalenze maturate consolidino il regime di esenzione.

Per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali, è prevista un periodo minimo di possesso del PIR di 5 anni, calcolati per data puntuale. Nel caso di mancato rispetto del vincolo di detenzione suddetto vengono recuperati a tassazione, secondo le regole ordinarie e con l'applicazione degli interessi, i redditi *medio tempore* percepiti in relazione agli strumenti finanziari investiti nel PIR. Inoltre sarà tassato l'eventuale reddito derivante dalla cessione dei titoli.

Dopo aver esposto le caratteristiche dei PIR in modo dettagliato, il lavoro continua con una panoramica relativa alle simili esperienze estere di successo,

quindi si prosegue ad analizzare l'universo investibile dei PIR soffermandosi sui particolari tratti del mercato delle PMI.

Di seguito, si provvede a stimare le prospettive di impatto dei PIR sull'economia reale nazionale, in termini di flussi attesi. In tale ambito, il punto di partenza sta nell'andare a considerare l'insieme dei potenziali sottoscrittori di un prodotto PIR *compliant* come quota percentuale del totale dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento e fondi pensione, al 31 dicembre 2016. La previsione viene condotta sull'orizzonte temporale dei prossimi cinque anni e ha la finalità di stimare i potenziali flussi che possono confluire nell'economia reale nazionale, sia sotto forma di azioni, che strumenti di debito, emessi dalle Piccole e Medie Imprese italiane. I sottoscrittori totali di fondi comuni di investimento risultano essere 6,8 milioni, mentre quelli di fondi pensione hanno raggiunto recentemente quota 7,2 milioni. Basandosi su questi due dati, si ipotizza che nel 2017 i sottoscrittori di prodotti PIR saranno pari al 10% del totale dei sottoscrittori di fondi comuni di investimento e al 5% degli individui che detengono almeno un fondo pensione in portafoglio. La scelta di attribuire una percentuale maggiore ai sottoscrittori di un fondo comune di investimento PIR *compliant* è motivata dal fatto che l'offerta delle principali SGR e SICAV italiane è composta da una quota di questa tipologia di prodotti molto maggiore delle forme di previdenza complementare PIR *compliant* presenti sul mercato al giorno d'oggi.

Tenuto conto dei limiti di investimento di 30 mila euro per anno e di 150 mila euro totali, è ragionevole supporre che in relazione ai sottoscrittori di prodotti PIR di natura previdenziale o assicurativa l'importo medio sottoscritto sia pari a 15 mila euro pro capite. Dopo tutto, la normativa prevede che le casse e i fondi pensione possano godere delle agevolazioni fiscali nel limite del 5% dei loro attivi, oltre al fatto che in media questa tipologia di investimento registra un importo medio di sottoscrizione storicamente più basso rispetto ai fondi comuni di investimento, data anche la tipologia di clienti che attrae. Con riferimento invece ai potenziali sottoscrittori di fondi comuni PIR, è opportuno andare ad operare una distinzione a seconda del patrimonio investibile dell'individuo. Della quota calcolata, 680 mila sottoscrittori (pari al 10% del totale dei sottoscrittori di fondi comuni al 31 dicembre 2016), è ragionevole prevedere che, data la distribuzione della ricchezza delle famiglie italiane, l'80% comprenda investitori con patrimonio investibile inferiore a 500 mila euro, e il restante

20% sia rappresentato da investitori con un patrimonio investibile superiore a 500 mila euro, ovvero *Very High Net Worth Individuals* (VHNWI)¹³⁵, più comunemente detti *Clienti Private* nel nostro Paese. Tale distinzione porta a prevedere che l'investimento medio in PIR della prima categoria sia pari a 15 mila euro, mentre per gli investitori VHNWI l'importo medio di sottoscrizione possa raggiungere il limite massimo di 30 mila euro pro capite.

Un altro aspetto di fondamentale importanza, di cui si è tenuto conto nella previsione dei sottoscrittori, è che all'interno di un nucleo familiare i prodotti PIR *compliant* possono essere sottoscritti da ogni componente. Di conseguenza, il limite dei 30.000 euro per anno potrebbe essere moltiplicato per il numero dei componenti il nucleo nelle più rosee aspettative. Questo fattore porta a prevedere che una parte degli investitori con elevate disponibilità, particolarmente interessati all'investimento, possa far sottoscrivere ad un altro membro del nucleo familiare un prodotto PIR, al fine di innalzare l'investimento totale. Dunque, si è ipotizzato che almeno metà degli potenziali investitori VHNWI possa apportare un'ulteriore sottoscrizione di un fondo comune di investimento PIR da parte di un altro membro della propria famiglia, per un ammontare pari a 20 mila euro. Così facendo, in un'ottica complessiva, possiamo osservare come l'investimento totale del nucleo familiare di metà degli investitori VHNWI ipotizzati sia pari a 50 mila euro (dati dalla somma di 30 mila euro per il singolo investitore VHNWI e 20 mila euro in capo ad un altro membro del nucleo familiare). L'ipotesi sottostante secondo la quale l'investimento totale in PIR dovrebbe essere pari a 50 mila euro, risulta avvalorata dal fatto che in un'ottica di diversificazione del proprio portafoglio, su una disponibilità investibile maggiore di 500 mila euro è ragionevole supporre che sia opportuno investire in questa tipologia di fondi al massimo una quota pari al 10%, considerata la forte concentrazione nei

¹³⁵ Si fa riferimento in questa sede alla classificazione dei soggetti operata dall'azienda *PWC*, la quale divide gli investitori in: - *Affluent*: è la fascia di clientela sicuramente più numerosa in quanto vi rientrano i clienti che possiedono un patrimonio investibile di circa 100.000 USA;

- *High Net Worth Individuals* (HNWI): sono così definiti i soggetti che hanno una dotazione patrimoniale investibile compresa fra i 100.000 USA e i 500.000 USA;

- *Very High Net Worth Individuals* (VHNWI): rientrano in tale definizione i clienti che presentano soglie patrimoniali disponibili comprese fra i 500.000 USA ai 5.000.000 USA;

- *Ultra High Net Worth Individuals* (UHNWI): siamo di fronte a clienti con disponibilità patrimoniali molto consistenti, dai 5.000.000 USA ai 50.000.000 USA ed oltre.

Cfr. PriceWaterHouseCoopers, "*Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005*", Zürich, 2005, p. 4

prodotti PIR *compliant* del rischio Paese (*country-risk*), causata dai particolari limiti di investimento previsti dalla normativa. Possiamo osservare quindi in *Figura 20* la distribuzione totale dei potenziali sottoscrittori di prodotti PIR *compliant* descritta finora.

Figura 20 - Totale sottoscrittori di un prodotto PIR compliant nel 2017

	Modalità di Investimento	
	Fondi Comuni di Investimento	Fondi Pensione o altra forma di previdenza complementare
Sottoscrittori potenziali di Piani Individuali di Risparmio	680.000	360.000
<i>di cui Investitori Affluent e HNVI</i>	544.000	
<i>di cui Investitori VHNWI</i>	136.000	
Nuovi sottoscrittori appartenenti al nucleo familiare del singolo investitore VHNWI	68.000	
Totale sottoscrittori stimati	748.000	360.000

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Ivass e Assogestioni

Tenendo conto degli importi medi di sottoscrizione discussi, si è calcolato il totale dei potenziali flussi che confluiranno in Piani Individuali di Risparmio per il periodo considerato, ovvero per i prossimi 5 anni. Nel corso dell'analisi si prevede che l'aumento dei sottoscrittori rispetto al totale 2017 sia significativo per i primi due anni di stima e vada ad essere più contenuto negli anni successivi (*Figura 21*).

Il motivo per il quale si adotta un approccio di questo tipo è da ricercarsi sostanzialmente nel possibile impatto che possono avere i flussi investiti sui mercati di riferimento dell'universo investibile dei PIR. Si presume che, date le dimensioni contenute dei mercati di riferimento relativi alle *Mid* e *Small-cap*, ben presto si possa arrestare il forte rialzo dei titoli che si sta verificando al giorno d'oggi. Infatti, è opportuno supporre che dopo una prima fase di valorizzazione dei titoli azionari delle PMI quotate, che storicamente sono sempre risultati sotto-prezzati rispetto ai reali fondamentali economici, l'effetto di rialzo causato dai PIR possa arrestarsi e quindi portare ad una stabilizzazione dei rendimenti di tali titoli. Conseguentemente, il rendimento di tutto il portafoglio ne risentirebbe dal momento in cui, nella maggior parte dei casi, proprio la porzione del 21%, riservata all'investimento in società non facenti parte dell'indice FTSE MIB o simili, risulta essere la componente più rischiosa del portafoglio e quindi con un rendimento potenzialmente più elevato. Inoltre, nell'andare a calcolare i flussi relativi ai prossimi

5 anni, si assume che i sottoscrittori investano ogni anno un importo pari all'investimento iniziale in maniera costante, accrescendo gradualmente la quota complessiva investita in PIR detenuta in portafoglio. Sfruttando quindi i vincoli alla composizione del portafoglio dettati dalla normativa, si è stimato quanto di questi flussi confluirebbe in società italiane (o con stabile organizzazione in Italia) e di conseguenza in quelle società che non appartengono all'indice FTSE MIB o ad indici simili. Di seguito, in *Figura 22* vengono riportati in tal senso i risultati della stima condotta.

Figura 22 – Stima dei Flussi PIR (dati in milioni di euro)

	2017	2018	2019	2020	2021	Totale 5Y
Totale Flussi da Fondi Comuni di Investimento PIR <i>compliant</i>	13.600	15.640	16.813	17.443	17.771	81.267
Totale Flussi da Fondi Pensione PIR <i>compliant</i> (o altra forma di previdenza complementare)	5.400	6.210	6.676	6.926	7.056	32.268
TOTALE FLUSSI	19.000	21.850	23.489	24.370	24.827	113.535
<i>di cui confluiti in:</i>						
Strumenti fin. di Società italiane	13.300	15.295	16.442	17.059	17.379	79.474
<i>di cui</i>						
Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili	3.990	4.589	4.933	5.118	5.214	23.842
Altri Strumenti Finanziari	5.700	6.555	7.047	7.311	7.448	34.060

Fonte: elaborazione dell'autore

Come è possibile osservare dalla *Figura 22*, si prevede un flusso pari a 19 miliardi di euro per l'anno corrente, in crescita nei prossimi anni, di cui quasi 4 miliardi nell'universo investibile rappresentato dalle *Mid* e *Small-cap* italiane (*Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili*). I risultati esposti in *Figura 22* ci mostrano come i PIR potrebbero raccogliere poco più di 113 miliardi di euro nei prossimi 5 anni, 81 dei quali provenienti da Fondi Comuni

di Investimento e poco più di 32 miliardi di euro apportati da Fondi pensione o altre forme di previdenza complementare, quindi investitori istituzionali.

Rilevante è quindi l’impatto che i PIR possono avere sull’economia reale nazionale sia nel 2017, che in tutto il periodo dei prossimi 5 anni per il quale si prevedono flussi totali per quasi 24 miliardi di euro. Inoltre, in relazione proprio all’ammontare di flussi potenziali confluiti nell’universo di imprese *Mid* e *Small-cap*, quindi nell’economia reale italiana, risulta di estrema importanza andare a calcolare in che misura questo si distribuisce tra strumenti di *debt* o *equity*.

Nell’andare a stimare quindi quanto degli afflussi in strumenti finanziari emessi da società italiane non appartenenti al FTSE MIB (o indici simili) potrebbe essere a strumenti di debito oppure investito in azioni, si è fatto riferimento alla composizione del portafoglio dei prodotti PIR *compliant* presenti sul mercato alla 20 maggio 2017 (Cfr. *L’Offerta delle principali SGR*). Analizzando quindi la tipologia di prodotti e il relativo *benchmark* di riferimento, se presente, si sono andate a stimare, tramite una media aritmetica, le quote percentuali medie del patrimonio di ogni entità che sono investite in *equity* o in strumenti *debt*. Le percentuali risultanti si sono rivelate essere pari a: 59% investito in *equity*, e il 41% investito in strumenti di debito. Applicando tali coefficienti, sono pervenuti i risultati riportati in *Figura 23*.

Figura 23

	2017	2018	2019	2020	2021	Totale 5Y
Afflussi in strumenti fin. emessi da Società italiane non appartenenti al FTSE MIB o indici simili	3.990	4.589	4.933	5.118	5.214	23.842
<i>di cui</i>						
Afflussi in azioni	2.354	2.707	2.910	3.019	3.076	14.067
Afflussi in strumenti di debito	1.636	1.881	2.022	2.098	2.138	9.775

Fonte: elaborazione dell’autore

La scelta di condurre la stima dei coefficienti in questo modo, presume l’ipotesi di base che tutti i nuovi prodotti che si presenteranno sul mercato dopo la data di

riferimento considerata (20 maggio 2017) seguano in aggregato le medesime caratteristiche generali sia in relazione alla tipologia di prodotti, sia con riguardo alla quota investita del proprio patrimonio in *equity* o in *debt*.

Bisogna precisare che ciò di cui non è stato tenuto conto, nell'andare a stimare le percentuali *equity* o *debt*, è la dimensione in termini di valore di mercato del patrimonio dei prodotti PIR *compliant* considerati. Tuttavia, si è ritenuto opportuno procedere trascurando questo aspetto a causa del fatto che, generalmente, il valore di mercato di ogni patrimonio subisce frequenti variazioni nel corso del tempo. Il peso ponderante dell'*equity* rispecchia tuttavia la forte presenza sul mercato di fondi comuni di investimento PIR azionari. Si stima come in 5 anni si possa raggiungere quota 14 miliardi di euro di flussi in azioni, contro una quota stimata relativa agli strumenti di debito pari a quasi 10 miliardi.

Nella parte finale del lavoro, si procede quindi con la classificazione dei prodotti PIR *compliant* che costituiscono, ad oggi, la principale offerta delle SGR italiane e si conclude andando a porre l'accento su come i PIR si collochino nell'ambito della consulenza finanziaria. In questo ultimo passaggio, si pone una particolare attenzione su quali dovrebbero essere le regole che ogni investitore dovrebbe seguire prima di sottoscrivere un PIR, andando a mettere in risalto quindi i principali rischi.

CONCLUSIONI

I Piani Individuali di Risparmio, unitamente a rappresentare un'opportunità di investimento di grande interesse per i risparmiatori italiani e per il l'Industria del Risparmio Gestito, presentano, in tutti i loro aspetti, gli elementi giusti per essere uno dei principali strumenti atti a far confluire risorse nell'economia reale nel medio-lungo periodo. Il voler collocare i PIR in quest'ottica, fa sì che la relativa normativa messa in atto dal Governo possa essere valutata sotto un punto di vista completamente diverso rispetto ai precedenti provvedimenti in materia di risparmio.

L'istituzione dei Piani Individuali di Risparmio può cambiare definitivamente il mercato finanziario italiano, determinando un mutamento di notevole portata anche dell'intera economia italiana. Il principale aspetto che è opportuno sottolineare in tal

senso, è sicuramente la concreta possibilità che i PIR possano effettivamente innalzare l'interesse di numerosi investitori istituzionali sulle PMI italiane, da sempre comprese in un mercato azionario caratterizzato da bassi volumi scambiati. I flussi provenienti dai PIR, andranno probabilmente anche ad aumentare il flottante e la liquidità dei mercati di riferimento, provocando effetti positivi anche in termini di controvalore. In questo ambito, lo sviluppo del mercato AIM Italia risulta un elemento chiave nello stimolare importanti investimenti sull'universo di imprese *Mid* e *Small-cap*. Il vincolo alla detenzione del PIR in portafoglio per almeno cinque anni, finalizzato ad ottenere il beneficio fiscale, può garantire un'importante forma di finanziamento di lungo periodo proprio per le PMI italiane. In relazione a ciò, il sistema del credito di tali imprese potrebbe cambiare significativamente, assumendo così una forma più bilanciata rispetto alla completa dipendenza dal canale bancario che lo caratterizza al giorno d'oggi. L'afflusso costante di ingenti risorse per un periodo di tempo prolungato, oltre ad alimentare la gestione operativa, permetterebbe alle PMI di mettere in pratica il proprio piano industriale, in un'ottica di espansione verso nuovi mercati e linee di business. Proprio nell'esplicarsi di questo processo, è ragionevole supporre che si possa verificare un parallelo miglioramento della cultura della quotazione in Borsa tra gli imprenditori italiani, storicamente non così diffusa. L'accesso ai mercati dei capitali da parte delle PMI, in maniera aggregata può contribuire a stimolare l'economia reale anche in termini di occupazione, provocando, in ultima analisi, un impatto positivo sulla crescita del PIL nazionale.

Dal punto di vista del singolo risparmiatore se consideriamo gli specifici vincoli da rispettare nella composizione di un portafoglio PIR, risulta chiaro come le proprietà di questa nuova modalità di investimento definiscono una forte presenza del rischio paese. Inoltre, soprattutto in relazione ai fondi comuni di investimento PIR quasi totalmente azionari, la scelta nel sottoscrivere un prodotto PIR *compliant* deve essere in linea con il proprio profilo di rischio, nonché con le aspettative di rendimento. In questa fase, è di centrale importanza il ruolo del consulente finanziario che, assistendo l'investitore *retail* nella formulazione delle proprie scelte, dovrà analizzare in termini di quota percentuale del portafoglio e sottoscrizione complessiva il possibile investimento in PIR, in un'ottica di diversificazione dei rischi.

Un aspetto importante nel rapporto tra consulente finanziario e investitore *retail*, è il possibile rischio che il consulente possa proporre al proprio cliente unicamente prodotti PIR *compliant* promossi dall'ente che egli rappresenta. Possiamo osservare come nel processo di scelta di un prodotto PIR sul mercato, il ruolo del consulente finanziario si rivela essere ancor più di centrale importanza. Infatti, una delle determinanti a cui è opportuno far riferimento, è di sicuro l'esperienza dimostrata dalla SGR che istituisce il PIR, e quindi dal Gestore del fondo, nel interpretare e conoscere approfonditamente il mercato delle PMI italiane. Assunto che le informazioni sui mercati di riferimento delle PMI non sono facilmente reperibili, sarà difficile per il risparmiatore valutare la bontà dei titoli detenuti nel portafoglio PIR che sta per acquisire. Di conseguenza, affidarsi quindi ad un gestore con un *expertise* elevata in questo campo si rivelerà determinante, soprattutto al fine di massimizzare il rendimento dei flussi investiti.

In aggregato, se l'Industria del risparmio gestito svilupperà una conoscenza approfondita del mercato domestico delle PMI, si potrà verificare, tramite gli afflussi di risorse attesi, l'espansione in primis di quelle imprese che rappresentano la vera eccellenza imprenditoriale italiana, le quali, in ultima analisi, potranno incidere significativamente sull'economia reale nazionale sia come volume d'affari prodotto, sia in termini di aumento del fatturato e del numero complessivo di occupati.

Gli effetti sull'economia reale apportati dai PIR, oltre ad essere quantificati in termini di flussi, dovranno essere valutati nel corso del tempo anche in un'accezione più qualitativa. In tal senso, la funzione dell'Autorità di Vigilanza si presenta come essere la chiave per scongiurare il verificarsi di squilibri sul mercato domestico delle PMI italiane. Si presume che, a causa delle dimensioni ridotte dei alcuni mercati in cui investiranno i PIR, ben presto si possa arrestare il forte rialzo dei titoli che si sta verificando al giorno d'oggi. Infatti, è opportuno supporre che dopo una prima fase di valorizzazione dei titoli azionari delle PMI quotate, che storicamente sono sempre risultati sotto-prezzati rispetto ai reali fondamentali economici, l'effetto di rialzo causato dai PIR possa arrestarsi e quindi portare ad una stabilizzazione dei rendimenti di tali titoli nel lungo periodo.

Come abbiamo potuto osservare nello sviluppo del lavoro, i mercati di riferimento delle *Mid* e *Small-cap* italiane sono caratterizzati anche per essere di dimensioni

contenute, e per la limitata liquidità. In questo senso, un elevato afflusso di risorse potrebbe portare al verificarsi di fenomeni come ad esempio una bolla finanziaria, dal momento in cui si potrebbe apprezzare troppo un'impresa, o un gruppo di imprese, il cui valore di borsa non rispecchia il vero valore di mercato in termini di fondamentali economici. C'è bisogno, quindi, di un continuo monitoraggio delle operazioni da parte dell'Autorità di Vigilanza, che, in casi particolari, si potrebbe anche tradurre in interventi mirati volti ad eliminare il rischio relativo al verificarsi di questi fenomeni, i quali nel caso in cui avrebbero luogo, potrebbero produrre significativi effetti negativi sull'economia reale nazionale.

In conclusione, è possibile affermare che il coinvolgimento di una molteplicità di attori, quali i risparmiatori, l'*Industry* del Risparmio Gestito, le imprese italiane, i consulenti finanziari e infine l'Autorità di Vigilanza, rende lo scenario in cui si pongono i PIR estremamente complesso, ma allo stesso tempo ricco di prospettive di sviluppo finanziario. È proprio attraverso il particolare sviluppo di competenze qualitativamente elevate da parte di tutti i soggetti citati, e di una conoscenza approfondita di questo strumento completamente nuovo, che sarà possibile tradurre le dinamiche che caratterizzano i Piani Individuali di Risparmio in un effettivo impatto sull'economia reale, il quale potrà contribuire in modo significativo alla ripresa economica del nostro Paese.

BIBLIOGRAFIA

Arlotta C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014

Assogestioni, *Guida alla classificazione dei prodotti del Risparmio Gestito*, Milano, 2003

Atz., U. e D. Bholat, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, *Staff Working Paper No. 589*, Bank of England, 2016

Banca d'Italia, *Moneta e Banche, Supplementi al Bollettino Statistico n.1*, Roma, Gennaio 2017

Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area Euro, Banking Lending Survey*, Roma, Gennaio 2017

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.1, Roma, 2016

Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma, 31 Maggio 2016

Bofondi M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, Marzo 2017

Caivano M., L. Rodano e Sivero S., *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, 2010

Carli G., *Economia società istituzioni*, Giuffrè, Milano, 1989

Casarano F., *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Laterza, Bari, 2001

Centro Studi Unimpresa, *Rapporto mensile sul credito (Gennaio 2017)*, Milano, 2017

Cerved, *Rapporto sulle PMI 2016*, Roma, 2016

Commissione Europea, “*2013 Small Business Act Fact Sheet, Italy*”, Bruxelles, 2013

Commissione Europea, *Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 maggio 2003

Commissione Europea, *Relazione per paese relativa all'Italia 2017*, Bruxelles, 2017

Commissione Europea, *Unione dei mercati dei capitali: un piano d'azione per dare impulso al finanziamento di imprese e investimenti*, Bruxelles, Settembre 2015

Consob, *L'equity crowdfunding, Position papers*, Roma, Agosto 2016

Deloitte, *Marketplace Lending. A temporary phenomenon?*, 2016

Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50, “*Disposizioni urgenti in materia finanziaria*”

Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, Padova, 2011

EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, Febbraio 2015

Intermonte SIM, *Focus sui PIR, Intermonte Advisory*, Milano, 18 gennaio 2017

Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2016, Tassi bassi e volatilità, si ritorna al mattone*, Torino, 21 luglio 2016

Legge di Bilancio 2017, *Legge 11 dicembre 2016, n. 232*

Lemma V., *The Shadow Banking System, Palgrave Macmillan in Banking and Financial Institutions*, Palgrave Macmillan UK, 2016

Lawson K., *Tax incentives in other countries to promote personal saving*, Il Salone del Risparmio 2017, Milano, 2017

Malinconico A., *Banche, PMI e mercati: tra regolamentazione di vigilanza ed evoluzione del rapporto banca-impresa*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2015

Malinconico A., *PMI e credito nell'Italia post crisi: fra stagnazione e riforme del settore finanziario*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2014

Mediobanca, *Indici e Dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2016

Morin F., *Un monde sans Wall Street?*, Seuil, Parigi, 2011

Nesta, *Pushing boundaries, the 2015 UK Alternative Finance Industry Report 2016*, *University of Cambridge*, 2016

OCSE, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016. An OECD Scoreboard*, Parigi, 2016

Osservatorio IR Top Consulting, *PIR: stima dell'impatto su AIM Italia*, Milano, 6 aprile 2017

Politecnico di Milano School of Management, *3° Report italiano sui Mini-Bond*, *Osservatorio Mini-Bond*, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Milano, Febbraio 2017

Previtali D., *Banche, credito ed imprese nella crisi finanziaria*, *Microimpresa*, Padova University Press, Padova, 2014

PriceWaterHouseCoopers, “*Global Private Banking/Wealth Management Survey 2005*”, Zürich, 2005

Signorini L. F., *Banche e imprese nella crisi*, Intervento alla XLIV Giornata del Credito, Roma, 3 Ottobre 2012

Ufficio Studi CGIA, *Un bilancio sul Quantitative Easing*, Venezia-Mestre, 15 Ottobre 2016

Visco I., *La ricchezza della Nazione*, Intervento del Governatore di Banca d’Italia al Senato della Repubblica, Roma, 30 Marzo 2017

Wehinger G., *SMEs and credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013/2013

Ziegler J., *La privatizzazione del mondo*, il Saggiatore, Milano, 2005

