



Dipartimento di Economia e Management
Cattedra di Economia Aziendale

TITOLO

**PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO:
LEGAMI CON L'ECONOMIA REALE**

RELATORE
RICCARDO TISCNI

CANDIDATO
PASQUALE CIRIELLO
MATRICOLA: 197081

ANNO ACCADEMICO 2017 - 2018

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 4
CAPITOLO I. ECONOMIA REALE E FINANZA	
1.1 Sistema Monetario Internazionale: da Bretton Woods ad oggi	» 6
1.2 La crisi finanziaria globale	» 8
1.2.1 Crisi dei mercati finanziari	» 9
1.2.2 Crisi dell'economia reale	» 10
1.2.3 Credit Crunch	» 11
CAPITOLO II. DALLA CRISI ALLE NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO	
2.1 Sistema banco-centrico	» 14
2.2 Sistemi di finanziamento alternativi	» 17
2.2.1 Mini Bond	» 17
2.2.2 Lending –Based Crowdfunding	» 19
2.2.3 Equity Crowdfunding	» 22
CAPITOLO III. PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO	
3.1 Prospettive del governo	» 24
3.2 Caratteristiche del PIR	» 26
3.2.1 I Vincoli	» 26
3.2.2 I Destinatari	» 27
3.3 Confronto con esperienze estere	» 30
3.4 Effetti sull'economia reale	» 32
3.5 Case study: <i>Bio-On S.p.A.</i>	» 37
CONCLUSIONI	» 41
BIBLIOGRAFIA	» 43

INTRODUZIONE

Obiettivo del lavoro è analizzare i Piani Individuali di Risparmio introdotti con la Legge di Bilancio del 2017 e, quindi, stimarne i possibili effetti che potranno avere sull'economia reale.

I PIR sono lo strumento con il quale il Governo ha deciso di incentivare gli investimenti nelle piccole e medie imprese italiane. Essi sono una sorta di contenitore nel quale le persone fisiche possono investire, beneficiando, sotto determinate condizioni, di sgravi fiscali.

Lo scopo del governo è incentivare l'impiego del risparmio delle famiglie italiane presso l'economia reale.

La metodologia secondo cui il lavoro sarà svolto, pone la trattazione dello strumento a valle della stessa, in quanto ritengo che sia di fondamentale importanza definire prima il contesto macroeconomico in cui ci muoviamo.

Nel primo capitolo, verrà introdotto lo scenario finanziario che si è venuto a creare successivamente l'abbandono del sistema di Bretton Woods avvenuto nel 1973.

Questo avvenimento ha segnato una vera e propria svolta nell'economia mondiale. Con esso la finanza è passata dall'essere servitrice dell'economia reale a perno attorno al quale essa ruota. A causa di questo motivo dal 1973 in poi si sono susseguite costanti crisi finanziarie, causate dalla non allocazione ottimale delle risorse, ovvero da fallimenti di mercato.

La più grave che la storia contemporanea ricorda è sicuramente quella relativa alla crisi dei mutui sub-prime avvenuta nel 2008. Tale crisi, iniziata come crisi del mondo finanziario, ha avuto effetti anche sull'economia reale, effetti che tutt'oggi si protraggono. Uno dei principali effetti è stato sicuramente quello sui bilanci di tutte le principali banche mondiali le quali, per far fronte alle ingenti perdite sostenute, hanno contratto drasticamente l'offerta di credito, provocando una vera e propria stretta creditizia. In Italia le ripercussioni sul nostro sistema produttivo sono state peggiori che altrove, a causa del modello banco-centrico della nostra economia.

Successivamente, nel secondo capitolo, vengono esposte le nuove forme di finanziamento che si sono venute a sviluppare per far fronte alla mancanza di credito bancario.

Alcune di esse erano preesistenti alla crisi, come per esempio i mini-bond, altre invece si sono create ex novo anche grazie alla nuova rivoluzione industriale, ovvero quella digitale. Tra le ultime novità del settore ricordiamo il *peer-to-peer lending* e l'*equity crowdfunding*, rispettivamente relativo al capitale di credito e al capitale di rischio.

La dimensione media delle imprese italiane, però, non aiuta questo processo di trasformazione. Molte di esse sono aziende di piccola o piccolissima dimensione, molto spesso gestite in maniera familiare. Questa struttura le rende poco propense all'innovazione e più in generale completamente dipendenti dalle banche per accedere al mercato dei capitali.

Il combinato disposto tra dimensione ridotta e poca propensione al cambiamento, in seguito alla crisi, hanno causato la morte industriale di intere zone del nostro paese, provocando, di conseguenza un crollo nella nostra produzione industriale. Tuttavia, le imprese che sono riuscite a sopravvivere, stanno beneficiando di un periodo di una generale ripresa economica, conquistando nuove quote di mercato e aprendosi anche a mercati esteri. Proprio verso queste imprese i PIR sono rivolti; nella speranza che sempre più decidano di aprire il proprio capitale verso soci terzi o decidano di adottare strutture di *governance* più trasparenti, in modo tale da poter accedere a capitali di credito diversi da quello bancario.

Nel terzo ed ultimo capitolo, vengono sviluppati i Piani Individuali di Risparmio in tutti i loro aspetti. In una prima fase si procede a discutere le motivazioni che hanno spinto il Governo ad introdurre questo strumento e le aspettative sul loro funzionamento. In particolare, possiamo accennare ai due aspetti cardini del loro funzionamento. Il primo risiede nel voler far aumentare l'educazione finanziaria dei cittadini e in particolar modo quella dei piccoli risparmiatori. Secondo alcune stime, l'Italia rimane uno dei paesi europei con la più bassa educazione in campo finanziario e questo principalmente a causa del nostro sistema previdenziale che non incentiva le persone a prendersi in prima persona cura dei propri risparmi.

Il secondo aspetto è la volontà di voler far confluire verso le piccole e medie imprese italiane la maggior quantità possibile di capitali, in modo da poter far fronte ai propri piani di sviluppo.

Successivamente, si compie una disamina sul provvedimento che ha introdotto lo strumento, approfondendo le sue caratteristiche ed i vincoli ai quali si viene sottoposti. Caratteristica fondamentale è l'esenzione da tassazione sia dai possibili redditi derivanti dall'investimento sia dall'imposta di successione.

Di seguito vengono analizzati i possibili beneficiari di questi fondi, soffermandoci in modo particolare sulle PMI. A tal fine vengono esposti sia i principali indici borsistici dedicati a questo segmento sia gli indicatori macroeconomici sull'andamento di queste imprese.

Infine, si prosegue con l'esposizione dei possibili effetti sull'economia reale che questo strumento può comportare. Il punto di partenza di questa analisi è la stima del possibile ammontare che nell'arco di cinque anni verrà riversato sulle piccole e medie imprese italiane.

L'esposizione si conclude con un *case study* su una impresa già quotata sul mercato relativo alle piccole imprese prima dell'introduzione dei PIR, valutando sia il suo andamento azionario sia gli indici di bilancio della stessa.

- CAPITOLO I -
ECONOMIA REALE E FINANZA

1.1 Sistema monetario internazionale: da Bretton Woods ad oggi

Nell'economia mondiale la finanza riveste un ruolo centrale e si presenta come una componente fondamentale del sistema economico, soprattutto per la notevole influenza che riesce ad esercitare verso i *policy maker* di tutto il mondo. Il sistema di fronte al quale ci troviamo ad operare, è frutto di una crescita esponenziale del ruolo della finanza, crescita che si è avuta a partire dall'abbandono del sistema di Bretton Woods, nel 1973. La finanza, che sino a quel momento aveva avuto un ruolo di mero servitore dell'economia reale, si espande fino a diventare il perno attorno al quale ruota l'intero sistema economico mondiale.

Gli accordi di Bretton Woods crearono un ordine monetario internazionale, pensato per governare i rapporti monetari fra stati nazionali. Verso la fine della Seconda Guerra Mondiale i paesi alleati si riunirono nella città di Bretton Woods, con lo scopo di giungere ad accordi che avrebbero regolato i rapporti commerciali ed economici nel dopoguerra tra i paesi industrializzati. Grazie a questi accordi il sistema che si venne a creare fu un ritorno ad un sistema fondato su cambi fissi.

Nacque così il Gold Exchange Standard.

Da quel momento in poi, quasi la totalità di tutti gli scambi commerciali avvennero in dollari statunitensi.

Con questo sistema era praticamente impossibile emettere nuova valuta, in quanto l'ammontare di liquidità in circolazione doveva essere mantenuta sotto controllo, in modo tale da poter garantire in ogni momento la convertibilità.

Con gli accordi di Bretton Woods vennero create anche delle istituzioni internazionali che avevano il compito di sorreggere questo nuovo modello.

Il Fondo Monetario Internazionale aveva il compito di intervenire qualora ci fossero stati degli squilibri causati dai pagamenti internazionali e per fare ciò disponeva di un fondo composto dalle varie valute nazionali. Il FMI insieme alle altre istituzioni di Bretton Woods aveva anche lo scopo di creare un sistema di scambi internazionali aperto e multilaterale.

Nel sistema che si venne a creare furono messi al centro lo scambio di merci, con un sostanziale divieto da parte di tutti gli attori alle esportazioni di valuta e agli investimenti esteri.

Il sistema riuscì a reggere praticamente immutato fino agli anni '70.

Nel 1971, a causa dell'aumento dell'indebitamento degli Stati Uniti d'America, dovuto soprattutto alla guerra del Vietnam, e del conseguente aumento delle richieste di conversione del dollaro, il Presidente Richard Nixon dichiarò la sospensione della convertibilità del dollaro in oro. Da quel

momento il modello dollaro-centrico, che aveva garantito una posizione egemonica agli Stati Uniti, venne meno e tutte le valute globali iniziarono a fluttuare liberamente.

Con questo avvenimento, le banche centrali di ogni paese potevano emettere nuova valuta, senza nessun sottostante che garantisse il loro valore; ed è stato proprio questo il momento in cui per la prima volta i movimenti di valuta persero il loro nesso con gli scambi commerciali, dando libero spazio ai movimenti speculativi.

Dagli anni Duemila le transazioni monetarie mondiali sono rappresentate solo per il 15% da un effettivo scambio di merci o servizi¹. Nel 2013 l'ammontare delle attività finanziarie globali è stato pari a 993 mila miliardi di dollari contro i 75 mila miliardi di dollari del Prodotto Interno Lordo mondiale di cui ben 710 mila miliardi di dollari rappresentano prodotti derivati scambiati al di fuori dei mercati regolamentati. 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 2013².

¹ J. Ziegler, *La privatizzazione del mondo*, Milano, 2005, p.73

² Marco Panara, *Finanza: un trilione di dollari che soffoca l'economia reale*, La Repubblica, www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza

1.2 La crisi finanziaria globale

La crisi finanziaria internazionale, scoppiata nell'estate del 2007, può essere definita come la più grave crisi economica dalla Grande depressione del 1929. Iniziata negli Stati Uniti come una crisi del mondo finanziario, si è estesa, per effetto della globalizzazione, in tutto il mondo avendo ripercussioni anche sull'economica reale.

La crisi dei mutui *subprime*³ affonda le sue origini nella deregolamentazione finanziaria che ha avuto inizio negli anni Ottanta negli Stati Uniti.

A causa dello scoppio della bolla della *New Economy*⁴ la FED abbassò i tassi di *policy* dal 6% all'1%, incoraggiando le famiglie americane ad accedere al credito e quindi di conseguenza ad acquisire nuove abitazioni. Con la regolamentazione finanziaria dell'epoca, che non era in grado di intervenire per tempo sugli effetti negativi di un eccessivo livello di indebitamento, la crescita esponenziale del valore degli immobili e il conseguente incremento del rapporto tra mutui cartolarizzati e mutui erogati rese possibile una significativa riduzione degli standard creditizi. Il risultato quindi fu quello di far accedere a finanziamenti anche soggetti a rischio, dalle capacità di rimborso molto basse, i cosiddetti clienti *subprime*.

Le prime avvisaglie di quello che sarebbe poi accaduto si ebbero tra il 2004 e il 2006, quando la FED decise, a causa del buon andamento dell'economia americana, di calmierare la fase euforica degli operatori finanziari, innalzando i tassi di interesse di *policy* dall'1% al 5,25%; ciò provocò come effetto immediato, l'innalzamento dei tassi di interesse dei mutui a tasso variabile, che di conseguenza diventarono più gravosi per i clienti e che in ultima analisi comportò l'insolvenza di molti di essi, soprattutto per quelli che vi avevano potuto accedere con meriti creditizi più bassi. Tutto ciò ebbe l'effetto sperato dalla FED ovvero quello di far diminuire la domanda di immobili e di conseguenza frenare anche il loro aumento di prezzo.

Il default sul segmento *subprime*, si trasferì ben presto ai mercati finanziari in quanto, a causa della deregolamentazione, molti di essi a seguito di processi di ingegneria finanziaria, finirono in strumenti derivati conosciuti come *Asset-backed*, i quali avevano come sottostante proprio il flusso di cassa generato da questi mutui; inoltre, grazie ai rating di alto livello di cui questi strumenti beneficiarono negli anni precedenti, molti di essi furono sottoscritti anche da operatori notoriamente *risk-averse* come i fondi pensione.

Nei mesi successivi, gli operatori finanziari persero fiducia nei confronti delle agenzie di rating riguardo la loro effettiva capacità di stimare il default di questi titoli e, di conseguenza, si resero

³ Prestito immobiliare che, nel contesto finanziario statunitense, viene concesso al prestatore che non può godere delle condizioni migliori, quelle riservate alla clientela primaria. È un prestito che comporta un elevato rischio per il creditore perché il soggetto a cui viene concesso è caratterizzato da una limitata capacità di rimborsare puntualmente quanto ricevuto.
<http://www.treccani.it/enciclopedia/mutuo-subprime>

⁴ 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 XX secolo a partire dagli Stati Uniti per poi estendersi agli altri Paesi industrializzati. www.treccani.it/enciclopedia/new-economy

conto che le asimmetrie informative non permettevano di poter allocare in modo efficiente i propri capitali, causando una sostanziale paralisi del normale funzionamento dei mercati finanziari.

1.2.1 Crisi dei mercati finanziari

Il 9 agosto 2007 è la data a cui si riconduce l'inizio della crisi, più propriamente questa data viene ricordata in quanto i *rumors* su dei possibili problemi con i mutui subprime fecero paralizzare il mercato interbancario, facendo salire il *London Interbank Offered Rate (Libor)* dal 5,38% al 5,58%, ovvero il tasso più alto dal 2001 (*Figura n.1*), costringendo la BCE ad assegnare fondi per 94,8 miliardi di euro in un'asta veloce, per fornire liquidità al sistema.

Figura 1



Fonte: The World Bank

Gli effetti di breve termine furono principalmente di tipo finanziario: il crollo dei prezzi, una progressiva mancanza di liquidità, l'aumento dei differenziali di interesse e forti ribassi soprattutto sui mercati azionari.

La crisi di liquidità colpì anche le banche commerciali, le quali non sapendo quanti titoli tossici⁵ avessero in pancia l'un l'altra, divennero restie a prestarsi il denaro.

Tale fu la criticità della situazione che la FED, l'11 marzo 2008, si vide costretta ad istituire 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.

La grave condizione finanziaria che stava attraversando la banca d'investimento statunitense Bear Stearns, la quale vide in poco tempo calare il valore del suo attivo a causa della forte esposizione in titoli e strumenti derivati garantiti da mutui ipotecari, non aiutò il *sentiment* dei mercati finanziari; inoltre il ruolo sistemico che deteneva la banca in molte operazioni sui mercati dei

⁵ Termine molto usato in finanza a partire dal 2007, con l'insorgere della crisi economica mondiale. Inizialmente si parlava di t.t. in riferimento alle cartolarizzazioni dei mutui *subprime* statunitensi; le agenzie di rating avevano sottostimato il rischio di credito dei bond, che hanno finito con avere un valore errato sul mercato.

<http://www.treccani.it/enciclopedia/titolo-tossico>

derivati, costrinse la FED ad intervenire, favorendo l'acquisizione della banca da parte della JP Morgan Chase, attraverso un prestito di 29 miliardi di dollari.

In questa fase, sebbene di grande tensione, la crisi non ancora era diventata da crisi finanziaria a crisi dell'economia reale, in quanto l'offerta di credito alle imprese rimase elevato ed il commercio internazionale, seppur in leggera flessione congiunturale, stabile.

1.2.2 Crisi dell'economia reale

Il 15 settembre 2008, la Lehman Brothers, la quarta banca d'affari degli Stati Uniti, dichiarò di volersi avvalere del *Chapter 11*⁶, annunciando debiti bancari per 613 miliardi di dollari, debiti obbligazionari per 155 miliardi contro attività per un valore di 639 miliardi di dollari, causando il più grande fallimento della storia statunitense.

A partire da questa data la crisi finanziaria si intensifica travolgendo le primarie istituzioni.

La compagnia assicurativa all'epoca più grande al mondo, la American International Group (AIG), era in crisi di liquidità a causa della sua pesante esposizione verso i mutui *subprime*; essa infatti, aveva assicurato dei derivati i quali, una volta scoppiata la bolla immobiliare, fu costretta a rimborsare. Il 16 settembre la FED le erogò un prestito di 85 miliardi di dollari per permetterle di pagare i suoi assicurati e di conseguenza di non fallire. Successivamente, la FED autorizzò Goldman Sachs e Morgan Stanley a trasformarsi in banche commerciali, in modo da poterle dare tutto il supporto finanziario necessario, che altrimenti non avrebbero potuto ricevere ed inoltre favori l'acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America.

Il 2 Ottobre, visto il dilagarsi della crisi verso altre banche americane, il Congresso si vide costretto ad approvare un piano straordinario proposto dal Segretario del Tesoro Henry Paulson, con il quale venne data al Tesoro la possibilità di acquisire titoli tossici dalle banche per un controvalore di 700 miliardi di dollari, il più grande piano di salvataggio mai varato dal Governo federale.

A causa della grande incertezza generale, anche il sistema finanziario europeo venne colpito, facendo registrare ingenti perdite a tutto il settore bancario.

Dall'inizio di novembre, anche l'economia reale globale inizia a dare segni di cedimento, con una perdita nel commercio internazionale di circa 16 punti percentuali colpendo anche il Prodotto Interno Lordo italiano e facendolo crollare del 5,1% nel 2009.

⁶ Procedura d'insolvenza, prevista dall'ordinamento statunitense, finalizzata alla riorganizzazione aziendale.
http://www.treccani.it/enciclopedia/chapter-11_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29

1.2.3 Credit Crunch

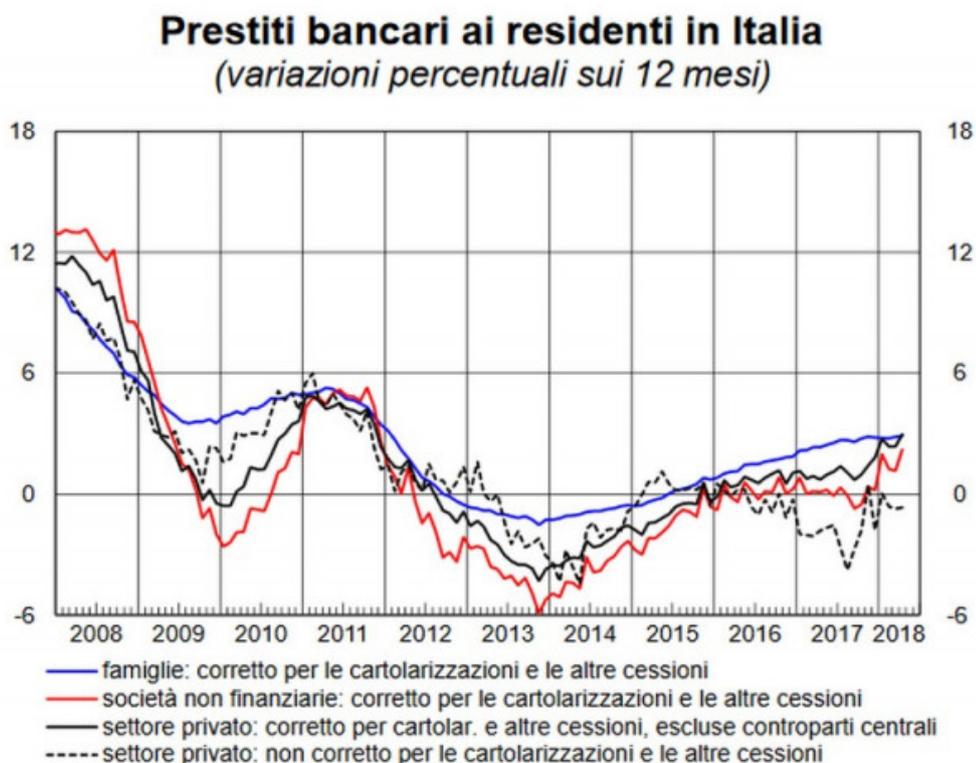
Con il termine *credit crunch* si vuole indicare una generale contrazione dell'offerta di credito indotta da una riduzione della patrimonializzazione delle banche (*capital crunch*), da una riduzione della liquidità presente nel sistema bancario, ma anche da una più marcata avversione al rischio degli istituti di credito nel concedere prestiti⁷.

Il compito di allocazione del risparmio, svolto dalle banche, ricopre un ruolo chiave in tutte le economie industrializzate. Sebbene i mercati finanziari, soprattutto negli ultimi due decenni, si siano sempre più sviluppati, non hanno ancora soppiantato del tutto le banche nel finanziare le imprese.

In Italia nel periodo compreso tra il 2000 e il 2007, il rapporto tra l'indebitamento finanziario e il capitale netto aumentò di circa 8 punti percentuali, segno che le condizioni di accesso al credito fossero molto favorevoli.

Dopo lo scoppio della crisi del 2008, le condizioni alle quali gli istituti bancari hanno concesso credito alle imprese sono molto peggiorate: sia per l'aumento dei tassi di interesse richiesti sia per i criteri di valutazione per il merito creditizio.

Figura 2



Fonte: Banca d'Italia

⁷ Treccani, *credit crunch*.

[http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/credit-crunch_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

Come si evince dal grafico⁸ (*Figura n.2*) il credit crunch ha maggiormente colpito il nostro sistema economico nel secondo semestre del 2009 e nel primo semestre del 2011, ovvero immediatamente dopo la crisi dei debiti sovrani. Nonostante la derivata prima del grafico ci indichi che l'offerta di credito sia in ripresa, dopo aver toccato i minimi tra il secondo semestre del 2013 e il primo semestre del 2014, i suoi livelli sono ancora distanti da quelli pre-crisi.

Per arginare questo problema, dilagante in tutt'Europa, la Banca Centrale Europea ha attuato politiche monetarie espansive con lo scopo di favorire l'afflusso di credito alle famiglie e alle imprese. A partire dall'estate del 2014, la BCE, ha ridotto il tasso di rifinanziamento portandolo allo 0,05% ed inoltre ha introdotto il *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO), con l'obiettivo di favorire operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Nonostante queste politiche, la stretta creditizia non esitava a fermarsi e nel 2015 il Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi ha introdotto il *Quantitative Easing* (QE), un vero e proprio alleggerimento quantitativo nell'Eurozona.

Dal marzo 2015 sono stati acquistati titoli di debito sovrano e titoli di debito *corporate* sul mercato secondario, ad un ritmo di 60 miliardi di euro l'anno, successivamente portati ad 80, nell'intento di riportare l'inflazione nell'Eurozona verso il livelli target del 2%.

Nonostante l'enorme immissione di liquidità da parte della BCE, l'inflazione solo negli ultimi anni ha cominciato a salire (*Figura n.3*), raggiungendo il livello target solo nei paesi dell'Europa centrale, mentre in Italia si è attestata nel 2017 all'1,2%, di cui gran parte importata, dato l'aumento del costo delle materie prime e considerato quanto peso esse abbiamo nella nostra bilancia dei pagamenti; infatti se consideriamo l'inflazione al netto delle componenti variabili come energia e alimenti freschi, essa si attesta allo 0,7%.

Figura 3



Fonte: Istat

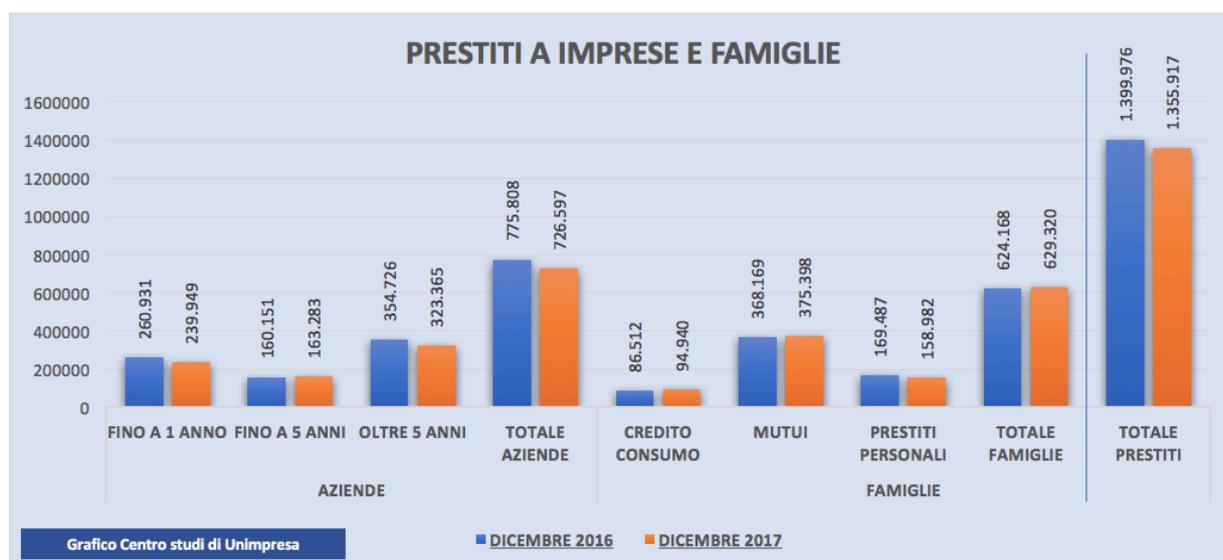
⁸ Banca d'Italia, Moneta e Banche, Supplementi al Bollettino Statistico n.1, Roma, 2018

Secondo il rapporto di Unimpresa (*Figura n.4*)⁹, basato su dati della Banca d'Italia, il totale dei prestiti al settore privato è calato nell'arco dell'ultimo anno, da dicembre 2016 a dicembre 2017, di 44,05 miliardi (-3,15%) passando dai 1.399,9 miliardi di dicembre 2016 ai 1.355,9 miliardi di dicembre 2017. Nel dettaglio, è calato di 49,2 miliardi (-6,34%) lo stock di finanziamenti alle imprese, passati da 775,8 miliardi a 726,5 miliardi.

In particolare:

- sono calati di 20,9 miliardi (-8,04%) da 260,9 miliardi a 239,9 miliardi i crediti a breve termine (fino a 1 anno);
- giù di 31,3 miliardi (-8,84%) i prestiti di lunga durata (oltre 5 anni) scesi da 354,7 miliardi a 323,3 miliardi;
- sono invece cresciuti di 3,1 miliardi (+1,96%) i finanziamenti di medio periodo (fino a 5 anni) passati da 160,1 miliardi a 163,2 miliardi.

Figura 4



Fonte: Unimpresa

Dall'analisi appena esposta si può agevolmente dedurre che, anche se in lieve ripresa, il credito bancario, e in particolar modo quello rivolto alle imprese, non ancora consente alla nostra economia di riprendersi.

In uno scenario del genere, tenendo conto della struttura banco-centrica dell'economia italiana, è necessario ripensare il metodo con cui le imprese finanziano la loro crescita e, di conseguenza, gli strumenti che la politica industriale deve favorire, affinché questo processo possa avvenire nel più breve tempo possibile.

⁹ Unimpresa, *Rapporto sul credito*, 2017.

<https://www.unimpresa.it/banche-unimpresa-prestiti-aziende-crollati-di-50-miliardi-in-2017/16548>

DALLA CRISI ALLE NUOVE FORME DI FINANZIAMENTO

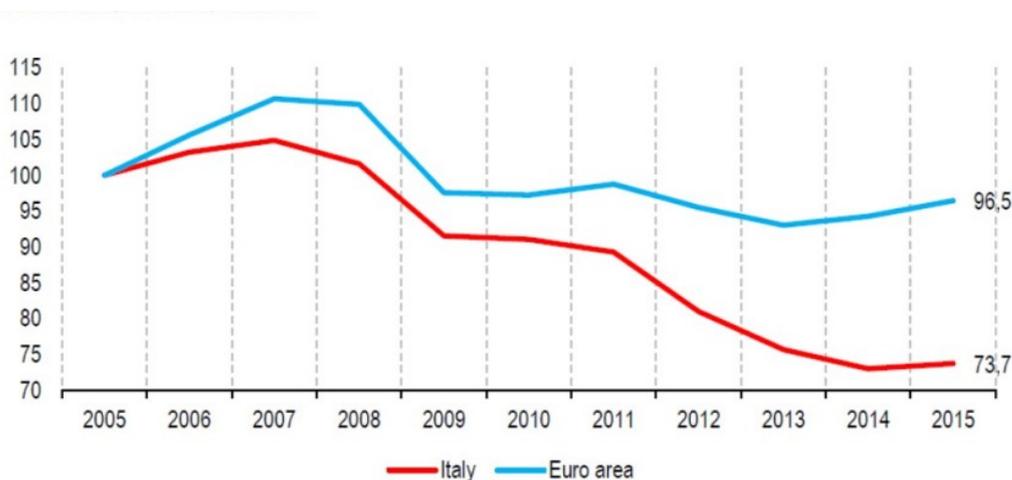
2.1 Sistema banco-centrico

Il sistema produttivo italiano è composto da 4 milioni di imprese, di cui circa il 99,9% sono di micro, piccola e media dimensione, e solo la restante parte rientra tra quelle di grande dimensione¹⁰.

Questo tipo di struttura rende il legame tra le imprese e le banche, nel nostro paese, ancora più marcato che altrove.

La difficile situazione della nostra economia è anche testimoniata dal crollo degli investimenti, sia pubblici che privati (*Figura 5*). Nel 2009 il calo degli investimenti del solo settore pubblico, è stato pari al 35%, mentre quello cumulato di circa un terzo; inoltre esso è stato anche maggiore rispetto quello che si è avuto nella maggioranza dei paesi europei.

Figura 5



Fonte: Istat

Analizzando la struttura finanziaria delle imprese del nostro paese, 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%¹¹; questo unito alla sottocapitalizzazione e alla mancanza di figure manageriali che gestiscano la finanza azienda, rappresenta una tra le maggiori criticità nel sistema industriale del paese.

¹⁰ Commissione Europea, "2013 Small Business Act FactSheet, Italy", Bruxelles, 2013

¹¹ A. Malinconico, Op. cit., Padova, 2015, p.15

Figura 7

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: Banca d'Italia

Osservando la tabella (Figura n.7) notiamo, come la stretta creditizia avvenuta nei primi anni successivi alla crisi, abbia maggiormente colpito le imprese di medio-grandi dimensioni con un -5,3% rispetto ad un -4% delle piccole. A partire dal 2014 le imprese di grandi dimensioni però, hanno vissuto una buona ripresa, arrivando nel marzo del 2016 ad una contrazione del credito quasi inesistente, ovvero del -0,1%; mentre per le imprese di piccole dimensioni la contrazione è ancora significativa, con un -2,5%.

Secondo l'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind)¹², il differenziale tra le imprese che hanno aumentato la propria domanda di credito e quelle che invece l'hanno diminuita, nel 2017, è rimasto invariato rispetto all'anno precedente, attestandosi comunque ai livelli più bassi dall'inizio della crisi (7%). Grazie alle politiche monetarie espansive poste in essere dalle autorità, anche i tassi di interesse a cui le imprese si finanziano, sono calati in modo considerevole; inoltre, lo spread tra il tasso di interesse nazionale sui nuovi finanziamenti, rispetto alla media dell'area dell'euro, nel corso del 2017, si è quasi del tutto annullato.

L'analisi precedente, ci mostra come un graduale miglioramento delle condizioni di offerta ha attutito le difficoltà di accesso al credito. Il saldo delle quote di imprese, che esprimono giudizi di miglioramento e peggioramento delle condizioni di accesso al credito, è stabile attorno agli 11 punti percentuali. L'85% delle imprese che ha fatto domanda per un finanziamento ha ricevuto l'intero importo; mentre la quota di imprese a cui è stato negato un finanziamento, totalmente o parzialmente, si è stabilizzata intorno al 14% (36% nel 2012, nel mezzo dell'ultima recessione).

¹² Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, 2018
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-imprese/2017-indagine-imprese/statistiche_IIS_02072018.pdf

Nonostante i continui tentativi della BCE di immettere nuova liquidità nel sistema e di farla confluire verso l'economia reale, la crisi creditizia pesa ancora molto sull'evolversi dell'economia europea e quindi nazionale. Le PMI italiane sono state colpite più che altrove a causa della loro struttura finanziaria; non solo perché non più in grado di finanziare i loro progetti di sviluppo a lungo termine ma anche perché, molto spesso, non più capaci di far fronte all'attività ordinaria, mediante il normale ricorso al capitale circolante, necessario alla sopravvivenza dell'impresa stessa.

In presenza di un tale contesto, trovare nuove forme di finanziamento è indispensabile.

Il Governo ha deciso di intervenire su due fronti, sia attraverso l'attività legislativa, con l'intento di rimuovere gli ostacoli normativi, sia tramite l'impiego di risorse pubbliche:

- **Struttura patrimoniale:** facilitando la quotazione in borsa delle imprese, e talvolta intervenendo direttamente nel capitale sociale, tramite fondi pubblici gestiti da Cassa Depositi e Prestiti.
- **Accesso al credito:** incentivando l'emissione di obbligazione e istituendo il Fondo Centrale di Garanzia, con lo scopo di aumentare il bacino di imprese che soddisfino i requisiti richiesti dalle banche.

2.2 Canali di finanziamento alternativi

Il sistema bancario, anche senza le restrizioni del *credit crunch*, non è comunque in grado di soddisfare da solo le richieste del mercato, le cui risorse possono essere reperite anche presso altri soggetti finanziatori, come le imprese assicurative¹³ o, tramite strumenti di debito che si affiancano al canale bancario, alla raccolta di capitali presso i soci¹⁴.

Di seguito si procede ad analizzare, sia quelle più immediatamente fruibili dalle PMI italiane, sia quelle che in prospettiva futura potranno avere un ruolo di primo piano.

2.2.1 Mini-Bond

Il Decreto Sviluppo (*d.lgs. 22 giugno 2012*), il Decreto Sviluppo bis (*d.lgs. 18 ottobre 2012, n.179*) e il Decreto Destinazione Italia (*d.lgs. 23 dicembre 2013, n.145*), hanno introdotto una serie di disposizioni atte a rafforzare le forme di finanziamento alternative e complementari a quelle bancarie. Questi interventi hanno come obiettivo quello di 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 simili ed obbligazioni partecipative subordinate¹⁵.

I soggetti inclusi nell'ambito di applicazione sono quindi le imprese non quotate di grande dimensione, e le PMI che non emettono strumenti finanziari quotati¹⁶.

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.»*

Gli attori impegnati nel processo di emissione dei mini-bond sono:

- **Advisor:** cioè un consulente che analizza il bilancio dell'impresa e il business plan che l'impresa ha intenzione di portare a termine ed affianca l'impresa nel decidere il taglio del bond da emettere e la durata dello stesso.
- **Arranger:** è colui che intrattiene i rapporti con la platea dei possibili investitori istituzionali, e che infine li porta a sottoscrivere il bond;

¹³ Roberta Dugnani, *Finanza alternativa al credito bancario: le novità*, Amministrazione e Finanza, 2015.

¹⁴ Manuela Soldini, *Il regime fiscale dei mini bond fra deduzioni ed esenzioni*, Amministrazione e Finanza, vol. 29, fasc. 4, 2014.

¹⁵ Arlotta C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Milano, 2014, p.43.

¹⁶ Con il termine PMI in tale contesto si fa riferimento a quelle imprese che rientrano nella definizione enunciata nella Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE: *imprese con meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un bilancio inferiore a 43 milioni di euro.*

- **Agenzia di rating:** che ha il compito di eliminare le asimmetrie informative tra il soggetto richiedente e colui che sottoscrive, assegnando un punteggio in base alla possibilità di *default*;
- **Banche depositarie:** che affiancano l'emittente nella gestione dei pagamenti;
- **Borsa:** su cui le PMI possono decidere di quotare le proprie obbligazioni in dei segmenti specifici.

È bene notare che, nell'emissione dei mini-bond, secondo la normativa vigente, per le imprese non è in alcun modo obbligatorio rivolgersi ad agenzie di rating, tuttavia esse usualmente decidono di farne uso; una delle motivazioni principali risiede nel basso costo del servizio, circa 20 mila euro, e nel possibile successivo risparmio sul costo del finanziamento, soprattutto se viene assegnato un punteggio alto.¹⁷

Nel Decreto Sviluppo, per incentivare questa tipologia di operazioni, si è deciso di operare anche degli sgravi fiscali, equiparando il regime fiscale tra le emissioni di obbligazioni di aziende quotate nel mercato telematico e aziende non quotate; introducendo il regime di deducibilità degli interessi passivi corrisposti dall'emittente.

Altri passi in avanti si sono avuti anche nel rendere maggiormente liquidi questi strumenti. Prima del 2013 per chi sottoscriveva obbligazioni di aziende non quotate era abbastanza difficile, se non impossibile, liquidare il proprio investimento prima della scadenza, questo era dovuto al fatto che non esistevano mercati su cui trovare una controparte. Dal 2013 Borsa Italiana ha deciso di ampliare il mercato ExtraMOT, introducendo un segmento apposito per la quotazione dei mini-bond, chiamato ExtraMOT PRO, su cui oltre i mini-bond vengono scambiati anche project-bond, obbligazioni, cambiali finanziarie e strumenti partecipativi. Non si tratta di un mercato regolamentato, ai sensi della Direttiva MIFID 2, ma di un *multilateral trading facility (MTF)*¹⁸, ovvero un sistema alternativo di negoziazione sorretto tramite scambi telematizzati che ha permesso la creazione di un mercato secondario per le imprese.

Il numero di imprese che hanno deciso di quotare le proprie obbligazioni su questo segmento è aumentato in modo costante, passando da 110 nel 2015 a 137 nel 2016¹⁹, segno della grande vivacità del settore.

In Italia operano circa 10 mila imprese, con un fatturato maggiore ai 5 milioni di euro e con un utile del 10 per cento, ovvero già pronte per accedere a questo strumento.

¹⁷ Borsa Italiana, *Mini Bond cosa sono e come sono disciplinati*, 2017
www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm

¹⁸ I *Multilateral Trading Facilities (MTF)* sono circuiti alternativi di negoziazione, offrendo ai trader e agli intermediari finanziari un'alternativa alle borse tradizionali. Questi consentono di operare su un'ampia varietà di mercati rispetto alle borse tradizionali, includendo gli asset che non hanno accesso ad un mercato ufficiale.

¹⁹ Politecnico di Milano School of Management, *3° Report italiano sui Mini-Bond*, Osservatorio Mini-Bond, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Milano, 2017, p.20

Dalla nascita dello strumento le imprese che hanno scelto di finanziarsi tramite l'emissione di mini-bond sono 222, tra cui 104 sono di piccole e medie dimensioni. La totalità delle emissioni è arrivata a quota 292 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. In concomitanza allo sviluppo dei volumi si è avuto anche uno sviluppo degli operatori che agiscono sul mercato, con la nascita di fondi dedicati al *private debt* e l'arrivo anche di operatori internazionali.²⁰

2.2.2 Lending-Based Crowdfunding

Con l'avvento della quarta rivoluzione industriale, anche il mondo della finanza è stato travolto da un fenomeno conosciuto come *fintech*²¹, che ha introdotto nuovi servizi ed ha ampliato la platea degli operatori, riuscendo a distribuire meglio il rischio e riducendo anche il capitale necessario per poter operare. I primi risultati si sono visti nei sistemi di pagamento online, che è il mercato che sta crescendo più rapidamente con l'ingresso nel settore di aziende come PayPal, che ha ad oggi una capitalizzazione di borsa pari a circa 106 miliardi di dollari²².

Anche il settore del credito è stato travolto da questa rivoluzione, con l'introduzione nel mercato di nuovi operatori che si prefiggono l'obiettivo di ridurre i costi di gestione.

Le prime aziende ad entrare in questo mercato sono state le piattaforme di prestito collettivo peer-to-peer lending, o meglio conosciuto come *lending-based crowdfunding*.

Questo fenomeno consiste nella sottoscrizione di un contratto di debito, quasi sempre 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 interesse entro un dato orizzonte temporale.

I possibili soggetti che beneficiano dei finanziamenti possono essere persone fisiche e imprese di capitali; mentre i finanziatori a loro volta possono essere fondi specializzati nel *private debt* o anche le stesse persone fisiche che decidono di impiegare i loro risparmi.

Altra tipologia di *lending-based crowdfunding* è quella adottata dalla piattaforma Kickstarter²³, che permette di poter finanziare il proprio progetto imprenditoriale, non facendosi prestare del denaro, ma proponendo sul mercato il prodotto che si ha intenzione di lanciare. La piattaforma ha lo scopo di far preordinare il prodotto, pagandolo immediatamente, per poi farlo ricevere dopo un lasso di tempo, tipicamente un anno, in cui il proponente avrà il tempo di poter fabbricare il prodotto ideato. Questa forma si differenzia da quella precedentemente descritta perché non solo

²⁰ Sole 24 Ore, *Mini-Bond, in quattro anni emissioni per 11,5 miliardi*, Marzo 2017

²¹ Il complesso delle società, in gran parte start-up che offrono servizi e prodotti innovativi legati all'ambito bancario, finanziario e della gestione del risparmio, gestiti in gran parte tramite soluzioni tecnologiche e con un ridotto coinvolgimento umano.
http://www.treccani.it/vocabolario/fintech_res-ba952fee-89c2-11e8-a7cb-00271042e8d9_%28Neologismi%29/

²² Yahoo Finance, *Paypal Holding, Inc.*
<https://it.finance.yahoo.com/quote/PYPL/>

²³ Gould, Emily, *Start me up*, in *Technology Review*, Massachusetts Institute of Technology (MIT).
<https://www.technologyreview.com/s/422132/start-me-up/>

consente di poter finanziare la propria impresa, ma anche di poter verificare il successo della stessa prima che effettivamente entri nel mercato.

Altre piattaforme più tradizionali, ad esempio *Zopa*²⁴, si occupano di gestire i rapporti con i debitori, con gli investitori, nonché i flussi di cassa tra i due. Per ragioni di semplicità espositiva si è scelto di optare per questa seconda metodologia di finanziamento, maggiormente attinente con l'argomento che si è scelto di trattare.

- **Rapporti con i debitori:** l'importo a cui si può accedere tramite queste piattaforme è molto variabile, e tipicamente è compreso tra 1000 euro ed 1 milione di euro. Il tasso di interesse applicato è fisso, anche se, negli ultimi anni, stanno nascendo strumenti sempre più sofisticati che comprendono anche tassi di interesse variabili. La durata massima del finanziamento è di cinque anni, non vi sono vincoli né more per la restituzione anticipata. Per accedere al finanziamento non vengono richieste garanzie reali, sebbene si stiano sviluppando piattaforme per l'acquisto di immobili in cui queste garanzie vengono accettate. Le uniche garanzie richieste sono l'identità del richiedente, sia nel caso operi come persona fisica sia nel caso operi come amministratore di una società di capitali, ed il bilancio della società o il reddito della persona. Le piattaforme per la valutazione del rating del richiedente si avvalgono principalmente dell'analisi del bilancio e dei *credit bureau*²⁵.
 - **Rapporti con gli investitori:** le piattaforme effettuano uno *screening* preliminare dei richiedenti, verificando sia le generalità sia l'effettiva esistenza dell'impresa ed il relativo bilancio. Successivamente assegnano un *rating* e, di comune accordo con il richiedente, identificano la tipologia del finanziamento, ovvero la durata, il tasso di interesse richiesto e, se presente, le garanzie accessorie. Una volta completato il processo che identifica nei dettagli il rendimento e la rischiosità dell'operazione, la piattaforma contatta gli investitori che aderiscono con propensione al rischio simile a quella dell'operazione. In alcuni casi la piattaforma crea dei portafogli d'investimento che diversificano il rischio operando come dei veri e propri gestori.
 - **Gestione dei flussi di cassa:** prassi diffusa è che la piattaforma operi anche come *servicing* del debito anche in caso di crediti incagliati, questo permette di creare una maggiore fiducia da parte degli investitori, che sono ancora restii ad operare in questo settore.
- Le modalità con cui il credito viene erogato possono essere molteplici:

²⁴ Zopa Limited Ltd.

www.zopa.com

²⁵ 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.

www.prestitionline.it/guide-e-strumenti/glossario-prestiti/creditbureau.asp

- i fondi vengono depositati presso un soggetto terzo, tipicamente una banca, che ha il compito di fungere da garante per gli investitori, essa deve garantire che i fondi raggiungano effettivamente i destinatari;
- la piattaforma stipula accordi con una banca partner, la quale riceve l'ordine dalla piattaforma di emettere il prestito il quale, a sua volta, pochi giorni dopo verrà acquistato dalla piattaforma stessa, entrando nel bilancio di quest'ultima. In questo secondo caso l'investitore deve considerare due rischi, il primo relativo al rischio di credito del debitore, ed il secondo relativo alla piattaforma.

Questa nuova tipologia di finanziamento, anche se in crescita esponenziale, ricopre ancora una piccola percentuale dei crediti erogati. I paesi dove ha riscosso maggior successo sono stati la Cina, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna. Negli ultimi due paesi tale successo si può far ricondurre all'elevato grado di educazione finanziaria dei cittadini e all'elevato sviluppo del mercato finanziario; in Cina, tale successo, presumibilmente, è dovuto alla scarsa facilità d'accesso a forme di finanziamento, sia pubbliche che private, a causa dell'ancor troppo poco sviluppato mercato del credito. In Cina il mercato del *lending-based crowdfunding* nel 2015 valeva circa 66 miliardi di dollari, in aumento rispetto all'anno precedente del 290%; mentre nel Regno Unito, sempre nello stesso anno, si attestava sui 2,7 miliardi di sterline, di cui circa il 70% è confluito verso le PMI, ovvero una quota corrispondente al 14% dei prestiti complessi erogati.

In Italia, sebbene vi operino piattaforme dal 2008, l'importo complessivamente erogato è ancora molto basso, dalla sua introduzione fino al 2015, circa 26 milioni di euro. Questo strumento, nel mercato interno, se ben incentivato, potrebbe nei prossimi anni avere un ruolo sempre maggiore. Grazie all'enorme risparmio delle famiglie italiane²⁶ e alla prevalente presenza di imprese di piccole dimensioni, si potrebbe creare un mercato ideale per queste piattaforme, aiutando le famiglie a diversificare l'impiego delle loro risorse, e aiutando le imprese ad essere meno dipendenti delle banche.

Contemporaneamente ai benefici sopra esposti di tale strumento, vi sono dei rischi di cui tener conto. A differenza di quanto accade con le banche, le piattaforme, nella maggioranza dei casi, non rispondono con il proprio patrimonio dei crediti non esigibili, e questo potrebbe causare dei comportamenti conosciuti come "azzardo morale"²⁷. Questo è dovuto al *business model* sottostante questa attività, infatti, le piattaforme guadagnando una commissione per ogni transazione compiuta, hanno tutto l'interesse a farne compiere il più possibile, non curandosi della qualità del credito di cui la piattaforma si occupa. Altra criticità di tale operazione sono anche i modelli con

²⁶ Il risparmio delle famiglie italiane si attesta a circa 4400 miliardi di euro di cui il 31% impiegato in strumenti altamente liquidi. <http://www.fabi.it/public/documenti/comunicazione-e-immagine/110818ADNKRONOS.pdf>

²⁷ Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirle. http://www.treccani.it/enciclopedia/azzardo-morale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

cui vengono assegnati i *rating*, infatti essi non sono sottoposti alla vigilanza di nessuna autorità, e comunque non dispongono di una *case history* su cui poter fare affidamento. Gli unici paesi dove esiste una regolamentazione del settore sono il Portogallo, la Francia e il Regno Unito.

Anche la Commissione Europea si è interrogata sulla necessità di introdurre una regolamentazione a livello comunitario, decidendo in definitiva di non intervenire, in quanto riteneva che il settore fosse ancora troppo acerbo per poter indentificare delle linee guida.

2.2.3 Equity Crowdfunding

Come per il capitale di debito, il *fintech*, ha avuto il suo debutto anche nel settore del capitale di rischio.

Il processo dell'equity crowdfunding si articola tramite il conferimento di somme di denaro, da parte di più persone al fine di finanziare un progetto imprenditoriale, ricevendo in cambio una quota del capitale sociale.

L'introduzione di questo nuovo strumento ha completamente stravolto il settore del venture capital²⁸.

Chi avvia una start-up e necessita di capitali per poter sviluppare l'impresa, non potendo dare delle garanzie sufficienti per accedere al mercato bancario o comunque al capitale di debito, è costretto a rivolgersi ad istituzioni intenzionate a partecipare tramite il capitale di rischio alle attività d'impresa. Prima dell'introduzione di questa tipologia di finanziamento, l'unico modo con cui le start-up potevano avere accesso ai fondi era tramite operatori istituzionali, ovvero i già citati venture capital ed i fondi pubblici, messi a disposizione dai governi per favorire l'imprenditorialità. Grazie a questo sistema chiunque voglia avviare una nuova attività di impresa, può provare a farsi finanziare da una pluralità di persone ed allo stesso modo, avere un *feedback* immediato su quanto la sua idea venga apprezzata²⁹.

L'Italia è stato il primo paese europeo ad introdurre una normativa *ad hoc* per questo strumento; nel *Decreto Crescita bis*, il crowdfunding viene identificato 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. Grazie a questa normativa, le piattaforme vengono vigilate dalla Consob, sottoposte a delle linee guida sui documenti informativi da dover pubblicare, affinché l'utente finale possa avere tutte le informazioni necessarie prima di effettuare l'investimento.

²⁸ Il *venture capital* è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita che si trovano nella fase iniziale (start-up). Questa tipologia di investimenti è inoltre svolta prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla possibile quotazione in borsa

<http://www.treccani.it/enciclopedia/venture-capital/>

²⁹ Consob, *L'equity crowdfunding*, Position papers, Roma, 2016, p. 7

Analizzando i dati dell'evoluzione che questo modello di business ha avuto in Italia, notiamo che dalla sua introduzione i volumi movimentati sono stati pari a circa 3,7 milioni di euro.

In una prospettiva di lungo periodo, l'equity crowdfunding può fungere da volano per originare dei cambiamenti nel modo in cui viene fatta impresa nel nostro paese, sradicando modelli culturali che molto spesso non consentono lo sviluppo delle imprese stesse. Altra peculiarità di questo strumento è la sua natura democratica, infatti, viene consentito a tutti, sia investitori che prenditori di fondi, di potervi partecipare senza nessuna sorta di pregiudizio. Necessariamente, per aver successo in questo mercato, bisogna riscuotere consenso tra la folla dei partecipanti i quali, essendo tipicamente persone comuni che decidono di impiegare il loro denaro, convalidano indirettamente anche la bontà dell'idea stessa, mettendo in moto una spirale virtuosa: infatti, quanta più gente sarà convinta che l'idea imprenditoriale e le doti degli amministratori siano buone, tanto maggior denaro l'impresa riuscirà a raccogliere, ottenendo di conseguenza, maggiori possibilità di successo economico.

È lecito presupporre che, con l'intensificarsi degli operatori, la competizione fra di essi inneschi un processo che porti i partecipanti ad innalzare sempre più la qualità delle loro proposte imprenditoriali, costringendoli a dover fare i conti con la stesura di un *business plan* e i temi di trasparenza della gestione aziendale. In definitiva, possiamo immaginare che anche in attività aziendali di micro e piccola dimensione, vi sarà un'organizzazione manageriale.

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.

In conclusione, è opportuno sottolineare come l'equity crowdfunding presenta molte analogie con un'offerta pubblica iniziale. 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, la quali sono già dalla loro nascita avvezze ad operare con capitale proprio e ad avere una moltitudine di azionisti; rendendo quindi anche la quotazione in mercati non regolamentati, come l'AIM Italia³⁰, una prosecuzione naturale di quanto già avvenuto in precedenza.

³⁰ AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI, caratterizzato da requisiti flessibili in fase di ammissione e adempimenti informativi ex post.

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>

PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

I *Piani Individuali di Risparmio (PIR)*, sono stati introdotti con la *Legge di Stabilità 232/2016*, e sono dei veicoli finanziari in cui le persone fisiche, generalmente piccoli risparmiatori, possono investire i propri capitali verso imprese italiane, godendo, sotto determinate condizioni, di rilevanti vantaggi fiscali.

In questo capitolo andremo ad esporre le ragioni che hanno portato il governo ad optare per tale politica, le caratteristiche di tali strumenti e i possibili risvolti che questi possano avere sull'economia reale del nostro paese.

3.1 Aspettative del governo

L'introduzione nel nostro paese dei Piani Individuali di Risparmio era da tempo attesa, sia da parte dei gestori sia da parte dei risparmiatori. Strumenti simili, da tempo, erano presenti in altri paesi europei ed avevano già dimostrato la loro grande efficacia.

Durante il processo di stesura normativa, vi è stato un costante dialogo tra gli attori interessati, da una parte il Governo, da una parte Assogestioni e dall'altra le principali associazioni a tutela dei risparmiatori.

La Relazione Governativa alla 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. La finalità di tale intervento risiede nella volontà di far confluire il risparmio degli italiani, che per un terzo è impiegato in liquidità, verso le imprese produttive, tipicamente PMI, con la speranza che tali capitali impiegati per investimenti, possano mettere in moto l'economia del paese.

Il ruolo svolto dagli intermediari finanziari è teso ad assicurare un'allocazione efficiente del risparmio, tale da tener conto del profilo rischio-rendimento del cliente *retail*. A tal proposito, bisogna tener conto che il legislatore prevede che gli investimenti operati tramite i PIR siano rivolti esclusivamente verso imprese italiane ed europee operanti in Italia. Inoltre, viene specificato che tali imprese devono essere diverse da quelle presenti nel paniere FTSE MIB, ovvero, tali fondi, devono essere rivolti esclusivamente verso imprese di piccola e media dimensione.

Tale strumento si è rilevato necessario in quanto, sui circa 1870 miliardi di euro gestiti dal settore del risparmio gestito, solo 1,5% di essi confluiscono verso le imprese italiane quotate in borsa. I

PIR si prefiggono l'obiettivo di veicolare una maggior quota di tale cifra verso l'economia nazionale.

Il legislatore, nell'ideare tale strumento, aveva ben chiaro quali fossero le debolezze del tessuto imprenditoriale italiano, ovvero: la *governance* e la sottocapitalizzazione. Proprio questi due elementi hanno costituito le linee guida per il Governo, il quale ha ritenuto che tale strumento, da un lato potesse creare un'offerta di capitali per le PMI, prima non presente e dall'altro obbligare le stesse a strutturarsi e a darsi una organizzazione manageriale per poter sfruttare tali opportunità.

Le stime iniziali del Governo prevedevano una raccolta nei primi quattro anni di 10 miliardi di euro, ovvero 120 mila sottoscrittori per un ammontare pro-capite di 15 mila euro. Tale cifra avrebbe dovuto avere un impatto nel medio-lungo periodo di circa lo 0,1 - 0,2% in più di Prodotto Interno Lordo.

Tali previsioni si sono rivelate fin da subito molto prudenti, infatti nei primi tre mesi di attività i gestori raccolsero più di 1,5 miliardi di euro, raggiungendo gli 11 miliardi nel solo primo anno di attività³¹.

³¹ Assogestioni, *Statistiche sul risparmio gestito*, 2017
<http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,12318,49,html/risparmio-gestito-ultimo-trimestre-2017-a-quota-17-3-miliardi-fondi-pir-compliant-a-doppia-cifra>

3.2 Caratteristiche dei PIR

Caratteristica dei Piani Individuali di Risparmio è l'incentivazione fiscale alla base di essi; secondo la normativa vigente infatti:

«I PIR prevedono una destinazione di somme o valori per un importo massimo, per ciascun anno, di 30.000€, al netto dei costi, per persona fisica con un limite di investimento nei primi cinque anni al massimo di 150.000€. Per usufruire delle agevolazioni fiscali previste dalla legge, è obbligatori la detenzione di ciascun investimento annuale per almeno 5 anni. L'agevolazione decade se gli importi vengono ritirati prima dei 5 anni o se non vengono rispettate le quote di investimento previste dalla legge. Dalla conseguenza di tale evento diventa obbligatorio corrispondere le imposte non pagate, con i relativi interessi»³²

Il Ministero competente ha emanato delle linee guida che meglio spiegano la normativa e l'Agenzia delle Entrate ha pubblicato una circolare in cui spiega nel dettaglio chi sono i beneficiari dell'esenzione e come ne possono usufruire.

3.2.1 I Vincoli

La composizione di un PIR affinché possa beneficiare dell'esenzione fiscale è sottoposta a delle restrizioni. Nella normativa viene richiesto che almeno il 70% del portafoglio venga investito o nel capitale di rischio o nel capitale di debito di imprese italiane o europee operanti sul territorio italiano. Il 30% di questo 70% deve inoltre essere investito in titoli non presenti nell'indice borsistico FTSE MIB.

Per identificare le imprese non italiane ma che operano sul territorio nazionale si fa riferimento al significato fiscale della *“stabile organizzazione”*.

Ulteriore limite imposto dalla normativa è quello della concentrazione: si può indirizzare verso un singolo impiego un ammontare massimo pari al 10% del portafoglio, compreso anche le disponibilità liquide del portafoglio stesso.

Come già accennato precedentemente, ai fini dell'esenzione fiscale l'ammontare massimo investibile è pari a trentamila euro annui per un massimo di cinque anni. Ciononostante, è comunque possibile investire somme maggiori al limite, seppur su quest'ultime non verrà calcolato l'esenzione. È bene ricordare che attualmente la tassazione da redditi derivanti da strumenti adotta un'aliquota del 26%, ad eccezione dei titoli di stato italiani ed esteri che hanno un'aliquota pari al 12,5%.

Comportano la decadenza immediata dell'agevolazione fiscale l'aver investito in partecipazioni qualificate sia di imprese sia di fondi d'investimento; questo accorgimento ci fa intuire meglio la natura dello strumento, infatti essendo nato con l'intento di far incontrare la domanda di capitale e

³² Legge 232/2016, art. 1, comma 101.

l'offerta di risparmio, non prevede che il risparmiatore abbia un ruolo attivo nella gestione dell'azienda.

3.2.2 I Destinatari

La Legge di Bilancio 2017, con cui sono stati introdotti i Piani Individuali di Risparmio, sancisce che il 21% dell'ammontare investito deve essere indirizzato verso aziende italiane ed estere, con stabile organizzazione sul territorio nazionale, non appartenenti all'indice FTSE MIB.

Ai fini dell'esposizione andremo quindi ad analizzare il mercato delle PMI, principali destinatari di questo strumento.

Secondo il rapporto PMI Cerved del 2017³³ il valore medio del ROE relativo al 2016, risulta essere pari al 10,2% (Figura 8). Analizzando i bilanci delle aziende appartenenti all'indice FTSE MIB possiamo notare come sia molto difficile trovarne una che abbia indici di bilancio così positivi. Questo dato è interessante perché, tenendo conto del rendimento particolarmente basso dei titoli di stato, redditività così elevate possono attrarre l'interesse anche di investitori stranieri. Un ultimo aspetto di notevole importanza, che riassume le caratteristiche di qualità di tali strumenti, è la loro solvibilità.

Figura 8



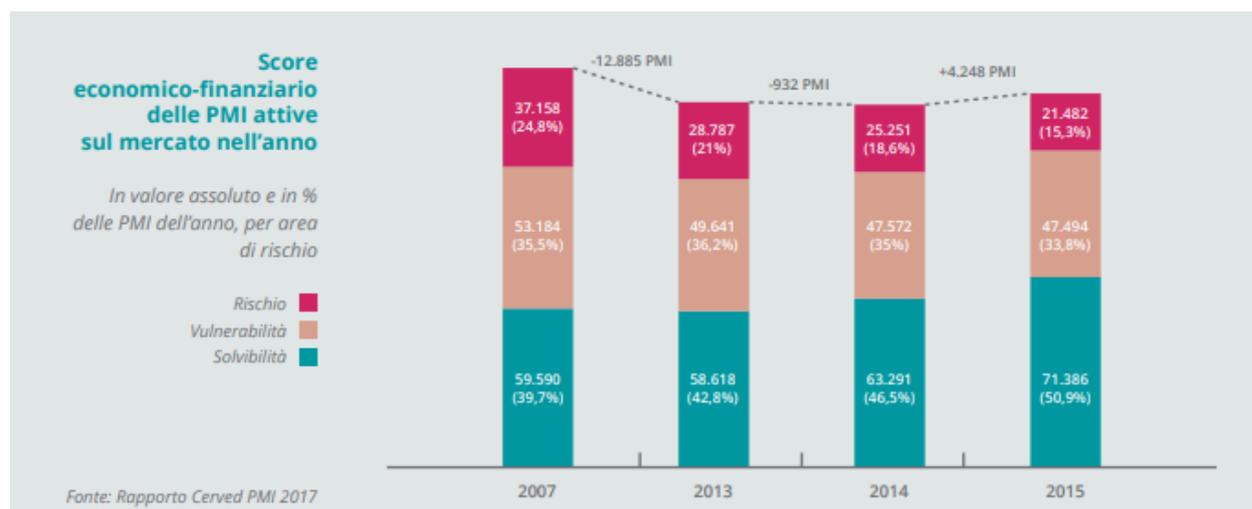
Fonte: Rapporto sulle PMI 2017, Cerved

Secondo lo stesso rapporto, contemporaneamente alla crescita della redditività si è assistito anche ad un miglioramento della solidità delle PMI italiane. Come possiamo notare dal grafico (Figura 9) il numero delle PMI solvibili nell'arco di un decennio, ovvero dal 2010 al 2017, è passato dall'essere pari al 39,7% al 50,9% del totale. Contemporaneamente al loro aumento è diminuita anche la quota delle imprese a rischio passando dal 24,8% al 15,3%. È bene notare che nel periodo

³³ Cerved, *Rapporto Cerved PMI 2017*, Roma, 2017
http://www.educational.rai.it/materiali/pdf_articoli/39231.pdf

preso in causa, ovvero comprendente la crisi finanziaria del 2008, il numero delle imprese ha subito un drastico calo.

Figura 9



Fonte: Rapporto sulle PMI 2017, Cerved

Al 31 marzo 2017 le imprese quotate che soddisfano le caratteristiche per la costruzione di un PIR, è di 274 titoli. Tali aziende hanno un controvalore in termini di capitalizzazione di borsa pari a 123 miliardi di euro.

Analizzando nello specifico il paniere di possibili imprese target, possiamo notare che 62 di esse appartengono al segmento di borsa Mid-cap, mentre le restanti 212 rientrano nella categoria Small-cap. Con riferimento a queste ultime, 112 sono quotate sul mercato non regolamentato di Borsa Italiana conosciuto come AIM Italia, il quale ha una capitalizzazione di 9,5 miliardi di euro.

Il 2017 è stato l'anno record per l'AIM Italia: 24 IPO (di cui 8 *Special Purpose Acquisition Company*)³⁴ contro le 11 del 2016 e il precedente picco di 22 nel 2015, 1,26 miliardi di raccolta di equity a seguito dei collocamenti e un flottante medio delle IPO - SPAC escluse - al 26%.

Grazie a questi numeri AIM Italia si posiziona come il segmento più attrattivo di Borsa Italiana. Tutto ciò è possibile grazie alla dinamicità delle imprese che decidono di intraprendere il processo di quotazione; le quali molto spesso, si focalizzano su nicchie di mercato molto redditive, riescono a mantenere i costi operativi bassi, grazie alla loro piccola dimensione, ed infine hanno un buon grado di internazionalizzazione, essendo talvolta definite multinazionali tascabili.

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

³⁴ La *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) è un veicolo di investimento appositamente costituito con l'obiettivo di reperire, attraverso il collocamento dei propri strumenti finanziari sul mercato IPO, le risorse finanziarie necessarie ad acquisire o fondersi con società operative non quotate, dette società Target

Queste caratteristiche fanno di AIM Italia il mercato di sbocco ideale per i PIR. Ciononostante, non è esente da rischi significativi in quanto presenta una bassa capitalizzazione ed un limitato flottante, che molto spesso si traduce in mancanza vera e propria di liquidità³⁵.

Analizzando le *performance* dei titoli quotati sui segmenti di borsa appartenenti alla categoria dei titoli investibili dai PIR, notiamo che essa è stata di tutto rilievo, se paragonata al FTSE MIB, il principale indice azionario italiano. Gli indici rappresentativi delle aziende italiana a bassa e media capitalizzazione hanno tutti sovraperformato il FTSE MIB, che consideriamo il loro benchmark, anche nei periodi di recessione. Questo dato di deve sottolineare che per raggiungere tali obiettivi, le imprese appartenenti a questi panieri, devono essere necessariamente dotate di fondamentali solidi.

In definitiva possiamo affermare, che mettendo nelle giuste condizioni tali imprese, ovvero dotandole di maggiori capitali, esse possono raggiungere obiettivi economici di riguardo. Altro aspetto fondamentale è anche lo sviluppo di figure manageriali qualificate in grado di poter supportare questo processo evolutivo.

Ruolo fondamentale lo rivestono le aziende gestori di fondi; esse infatti hanno il dovere di dover selezionare tra una moltitudine di imprese solo le migliori, ovvero quelle con le migliori potenzialità di crescita, ed inoltre hanno anche il compito di seguirle per tutto il processo di quotazione, assicurandosi di allocare al meglio il proprio denaro.

³⁵ Osservatorio IR Top Consulting, *PIR: stima dell'impatto su AIM Italia*, Milano, 2017 (elaborazione su dati di Borsa Italiana).

3.3 Confronto con esperienze estere

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. 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'Eparagne en Actions (PEA)**

I PEA sono stati introdotti in Francia nel 1992 e al 2016 avevano raccolto circa 120 miliardi di euro. La modalità con cui essi operano è simile a quella dei PIR italiani: sono rivolti solo a persone fisiche residenti fiscalmente sul territorio francese ed assicurano delle agevolazioni fiscali.

Secondo la normativa francese, affinché si possa beneficiare degli sgravi fiscali è obbligatorio investire almeno il 75% del portafoglio in titoli azionari europei, inoltre, come per i PIR, la durata minima dell'investimento deve essere pari a cinque anni. Successivamente i primi cinque anni, qualora si dovesse liquidare l'investimento in guadagno, non verrebbe applicata nessuna tassazione sul capital gain.

Lo scopo che intende perseguire il governo con questo strumento è quello di favorire l'educazione finanziaria dei cittadini.

➤ **UK Individual Savings Accounts (ISAs)**

Gli ISAs sono stati introdotti nel Regno Unito nel 1999, con lo scopo di incentivare forme di risparmio nella fascia di cittadini con reddito medio-basso.

Ad oggi questo strumento ha raccolto la cifra di 518 miliardi di sterline e rappresenta sicuramente il caso di maggior successo di questa tipologia.

Peculiarità degli ISAs, che lo differenziano sia dai PIR italiani sia dai PEA francesi, è il fatto che non applicano nessun tipo di vincolo su cosa investire e nemmeno sul periodo minimo necessario per cui esso debba essere mantenuto.

Essi si suddividono in due categorie in base all'età anagrafica dell'investitore: *Adult ISA* e *Junior ISA*, ovvero dedicati ai minori di diciotto anni.

Gli *Adult ISA* a loro volta si suddividono in tre subcategorie ovvero: *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. È possibile scegliere di investire in una sola di queste categorie o di creare un portafoglio che sia un mix tra le tre. Unico vincolo di tale strumento è l'ammontare massimo investito; al 2017 tale limite era pari a venti mila sterline l'anno.

Secondo le statistiche del governo britannico, circa il 52% del totale è stato investito nei *Cash ISA*, mentre la restante quota risulta suddivisa a pari merito tra le altre due categorie. Al momento della loro introduzione, le azioni acquistabili erano solamente quelle appartenenti al mercato regolamentato del London Stock Exchange. Dal 2013, il legislatore ha deciso di ampliare tale paniere, introducendo la possibilità di acquistare azioni quotate anche sul mercato non regolamentato, ovvero l'AIM UK. Il giorno stesso dell'entrata in vigore della legge l'indice di borsa FTSE AIM UK è aumentato del 40%³⁶.

L'esperienza degli ISA nel Regno Unito ci dimostra come anche un portafoglio composto da azioni quotate su un mercato non regolamentato come l'AIM, possa essere efficiente, sia dal punto di vista della diversificazione sia dal punto di vista del rendimento (*Figura 10*). Inoltre, grazie all'enorme mole di capitali che sono affluiti sull'AIM dal 1995 si sono quotate tremilacinquecento aziende, segno della capacità di innovare e crescere delle imprese britanniche.

Figura 10



Fonte: Morningstar

³⁶ Morningstar, *FTSE AIM UK 50*

http://www.morningstar.co.uk/uk/equities/indexstockprices.aspx?index=FTSE_AIM_UK_50

3.4 Effetti sull'economia reale

Ai fini della trattazione, sebbene i PIR siano stati introdotti nel 2017 e la Legge di Bilancio preveda che la loro raccolta prosegua per i successivi cinque anni, prenderemo in analisi solo il numero degli attuali sottoscrittori.

Gli ultimi dati disponibili rilasciati da Assogestioni³⁷, indicano che il numero di persone fisiche che hanno deciso di investire in strumenti PIR *compliant* si attesta sulle ottocento mila unità.

Ipotizzando che tutti i sottoscrittori investano l'ammontare massimo consentito dalla legge ai fini delle detrazioni fiscali, il volume della raccolta in cinque anni sarà centoventi miliardi di euro.

Per semplicità supponiamo che il valore preso in esame abbia una distribuzione omogenea nei prossimi cinque anni, questo significa che l'ammontare investito annualmente sia ventiquattro miliardi di euro (*Figura 11*).

Figura 11

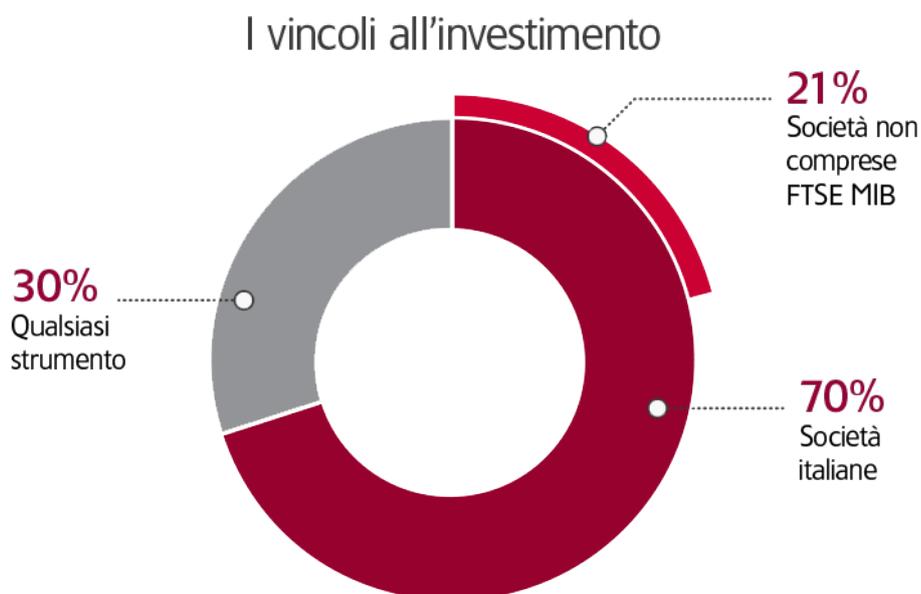
Numero sottoscrittori		800.000	
Ammontare annuo investito da ogni sottoscrittore		€ 30.000,00	
Ammontare complessivo investito ogni anno		€ 24.000.000.000,00	
Durata minima PIR ai fini delle agevolazioni fiscali		5	anni
Ammontare complessivo investito in 5 anni		€ 120.000.000.000,00	

Fonte: Elaborazione dell'autore

³⁷ Assogestioni, *Statistiche sottoscrizione PIR*, 2018
<http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,12404,0,html/pir-assogestioni-presenta-i-dati-al-salone-del-risparmio>

Tenendo in considerazione la composizione che un portafoglio PIR compliant deve avere (Figura 12), l'ammontare che annualmente confluirà alle PMI italiane sarà pari a cinque miliardi di euro.

Figura 12



Fonte: ANIMA

Per poter avere un'analisi fedele dell'impatto che questo strumento possa avere sull'economia reale è necessario operare anche delle ipotesi su quanto della cifra su menzionata sia dedicata a strumenti di *debt* o di *equity*.

Sebbene sia abbastanza difficile operare una previsione simile, essa risulta necessaria. Intuire quanta quota di credito sarà erogato tramite i PIR risulta essere di fondamentale importanza, soprattutto se teniamo conto della dipendenza dalle banche che hanno le nostre imprese.

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 soprattutto il proprio piano industriale.

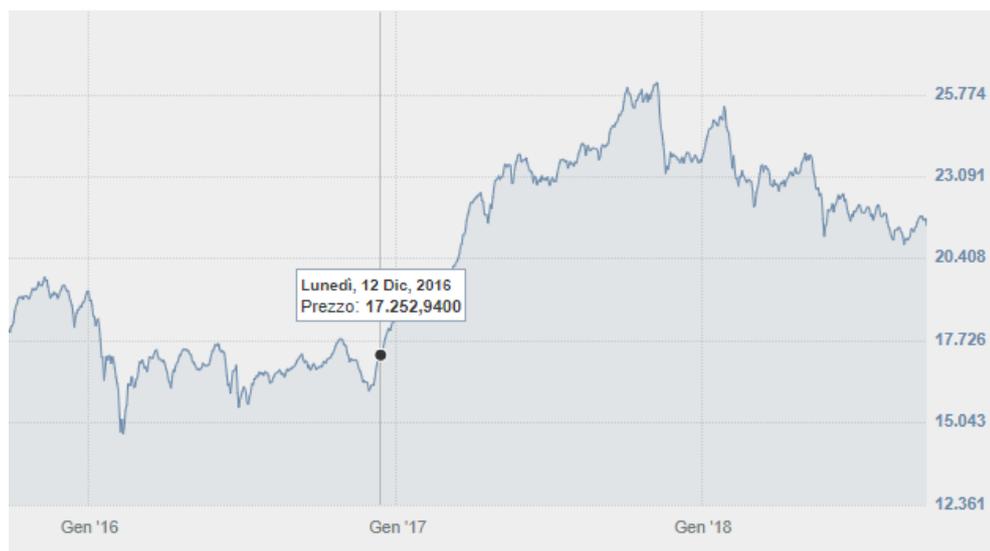
Ai fini dell'analisi di una possibile composizione di uno strumento PIR *compliant*, si è preso come modello l'*asset allocation* tra investimenti di tipo *equity* e di tipo *debt* di un portafoglio destinato ad un piccolo risparmiatore che decida di voler tenere impiegato il proprio capitale per un periodo medio lungo. Tale assunto risulta essere molto difficile da assumere in quanto la composizione di un portafoglio dipende molto dal profilo di rischio che si decide di sostenere. Operando tale semplificazione, tramite una media aritmetica dei vari *benchmark* che i gestori hanno deciso di utilizzare, la quota destinata ad investimenti di tipo *equity* assumiamo sia pari al 60% mentre la restante quota destinata a strumenti di tipo *debt*.

Sostenuti da tali ipotesi, l'ammontare che ogni anno si dovrebbe riversare sul mercato azionario delle Small e Mid cap dovrebbe essere pari a tre miliardi di euro, mentre la quota destinata alla raccolta obbligazionaria dovrebbe essere pari a due miliardi di euro.

Per poter avvalorare le ipotesi sopra esposte svolgeremo un'analisi sull'aumento di capitalizzazione che hanno avuto i segmenti borsistici FTSE Italia Small Cap, FTSE Mid Cap Italia e FTSE AIM Italia. Ancora una volta tale analisi ci sottopone a delle drastiche semplificazioni, ovvero non considereremo la fluttuazione degli indici.

Dal giorno 12 Dicembre 2016, ovvero giorno della Legge di Bilancio 2017 che ha introdotto i PIR, l'indice di borsa relativo al segmento Small Cap (*Figura 13*) è passato dal capitalizzare diciassette miliardi di euro a capitalizzare il 27 settembre 2018, ventuno miliardi di euro; con un incremento netto pari a quattro miliardi di euro.

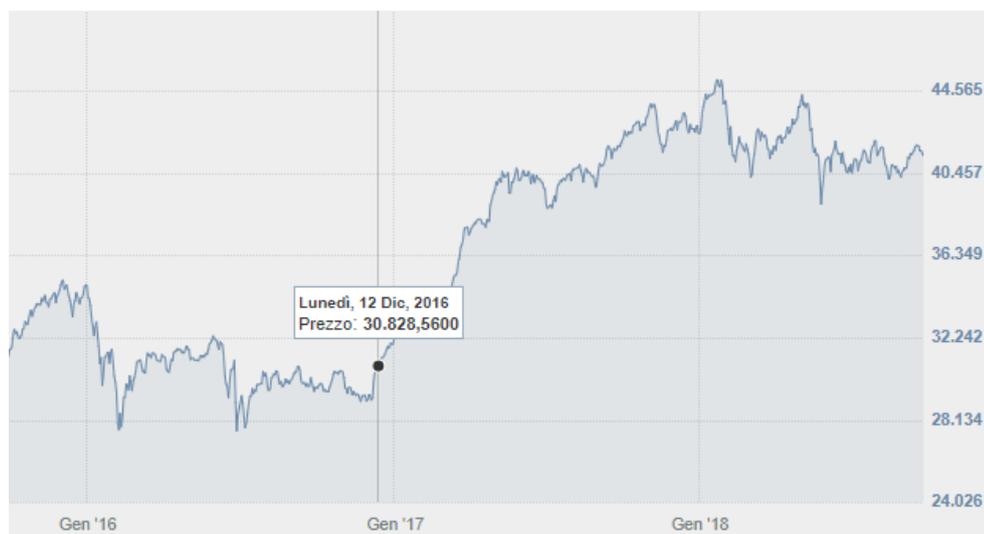
Figura 13



Fonte: Borsa Italiana

Nello stesso periodo l'indice di borsa relativo al segmento Mid Cap (*Figura 14*) è passato dal capitalizzare trentuno miliardi di euro a capitalizzarne quaranta e mezzo, con un incremento netto di circa dieci miliardi di euro.

Figura 14



Fonte: Borsa Italiana

Allo stesso modo l'indice di borsa relativo alle imprese ad alto potenziale, o anche conosciuto come AIM Italia (Figura 15), è passato dal capitalizzare sette miliardi e mezzo al capitalizzare nove miliardi e mezzo di euro, con un incremento netto di due miliardi di euro.

Figura 15



Fonte: Borsa Italiana

Sebbene, come abbiamo già ricordato, le assunzioni con cui questa analisi viene svolta siano molto stringenti, possiamo trarre da essa almeno quattro conclusioni di rilievo:

- 1) Tutti e tre gli indici, nel periodo di riferimento, hanno avuto un incremento positivo.
- 2) L'indice con la *performance* migliore è stato quello relativo alle aziende di media capitalizzazione.
- 3) Dopo l'introduzione dei PIR, tutti e tre gli indici hanno avuto il loro maggiore aumento.
- 4) Per l'indice FTSE AIM Italia, subito dopo l'introduzione dei PIR è finito il suo *trend* discendente.

Depurando gli indici dalla loro fluttuazione ed analizzando solo il differenziale tra la data d'introduzione dei PIR, che ricordiamo non corrispondere esattamente alla loro messa in opera, con gli ultimi dati disponibili, notiamo che l'incremento complessivo della loro capitalizzazione è pari a circa sedici miliardi di euro.

Tenendo in considerazione che abbiamo supposto che i PIR iniettano ogni anno nel mercato azionario italiano relativo alle Small e Mid Cap, tre miliardi di euro, tramite una semplice proporzione, possiamo affermare che nel periodo preso in esame, essi abbiano potuto contribuire all'aumento di capitalizzazione degli indici, per circa cinque miliardi di euro, ovvero quasi per il 30% di esso.

Dopo aver esposto i risultati quantitativi fino ad oggi pervenuti, è bene precisare che gli effetti maggiori sull'economia reale italiana i PIR li otterranno solo sul medio-lungo periodo.

Dall'esposizione finora condotta, è agevole intuire che i PIR, per loro natura, potranno esprimere la loro potenzialità solo con il trascorrere degli anni, ciò grazie alla capitalizzazione composta, ovvero la possibilità di reinvestire ogni anno gli utili degli anni precedenti. È bene tener presente che anche il target verso cui sono destinati, piccoli e medi risparmiatori, è stato scelto a questo scopo, ovvero incentivare un uso dello strumento come investitore e non come speculatore.

I benefici dei PIR sono sostanzialmente di duplice natura; una più strettamente economica quantificabile in termini monetari e l'altra di tipo qualitativo.

Grazie all'enorme flusso di capitali che confluiscono verso le aziende di piccola e media dimensione, molte di esse hanno deciso di approfittare del momento per quotarsi in borsa. Nel 2017 sul mercato AIM si sono avute 24 nuove IPO con una raccolta complessiva di 1,26 miliardi di euro, il 500% in più rispetto l'anno precedente. Nello stesso periodo per le aziende già quotate su quel mercato i ricavi sono aumentati del 17%, l'Ebitda del 13% e i posti di lavoro del 22%. Dati davvero impressionanti se teniamo in considerazione che nel 2017 il dato medio dell'aumento del fatturato a livello nazionale è stato dell'1,7%.

Le aziende che decidono di intraprendere un percorso come la quotazione, sono prevalentemente aziende già in possesso di un piano industriale e vedono nella quotazione lo strumento per reperire i capitali per attuarlo. Oltre ai capitali la quotazione però porta con sé anche strutture manageriali più efficienti, *governance* più trasparenti e una propensione all'internazionalizzazione maggiore, che spesso avviene anche attraverso processi di M&A³⁸.

I PIR, come abbiamo osservato, sono una grande opportunità per le imprese italiane, sia per quelle quotate sia per quelle non. La strada per poterne trarre beneficio costringe le aziende medio-piccole ad uscire dalla loro zona di comfort, obbligandole a modificare i paradigmi che finora le hanno guidate.

³⁸ In economia e in finanza operazione di finanza straordinaria, mediante la quale un'impresa diventa proprietaria di una partecipazione di controllo in un'altra, oppure la incorpora tramite fusione.
http://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

3.5 Case study: Bio-On S.p.A.

Bio-On S.p.A., Intellectual Property Company (IPC) italiana, nasce nel 2007 con l'intento di operare nel settore della bio plastica effettuando ricerca applicata e sviluppo di moderne tecnologie di bio-fermentazione nel campo dei materiali ecosostenibili e completamente biodegradabili in maniera naturale. In particolare, Bio-On sviluppa applicazioni industriali attraverso la creazione di caratterizzazioni di prodotti, componenti e manufatti plastici. Dal febbraio 2015 Bio-On S.p.A. è anche impegnata nello sviluppo della chimica naturale e sostenibile del futuro. Bio-On ha sviluppato un processo esclusivo per la produzione della famiglia di polimeri denominati PHAs (poliidrossialcanoati) da fonti di scarto di lavorazioni agricole (tra cui melassi e sughi di scarto di canna da zucchero e di barbabietola da zucchero). La bio plastica così prodotta è in grado di sostituire le principali famiglie di plastiche tradizionali per prestazioni, caratteristiche termomeccaniche e versatilità.

Il PHAs di Bio-On è una bio-plastica classificabile al 100% come naturale e completamente biodegradabile: tali elementi sono stati certificati, da Vincotte dalla USDA (United States Department of Agriculture). La strategia dell'azienda prevede la commercializzazione di licenze d'uso per la produzione di PHAs e dei relativi servizi accessori, lo sviluppo di attività di ricerca e sviluppo (anche mediante nuove collaborazioni con università, centri di ricerca e partner industriali), nonché la realizzazione degli impianti industriali progettati da Bio-On.

Bio-On SpA si è quotata sul mercato AIM Italia il 24 Ottobre 2014, assegnando ad ogni azione un valore di 5 euro e raccogliendo dalla IPO 6,9 milioni di euro.

La motivazione che mi ha spinto ad optare per questa azienda è la sua presenza in borsa sia prima dei PIR che dopo i PIR; questo ci permette di effettuare una valutazione su come la loro introduzione abbiano potuto contribuire al suo sviluppo.

Figura 16



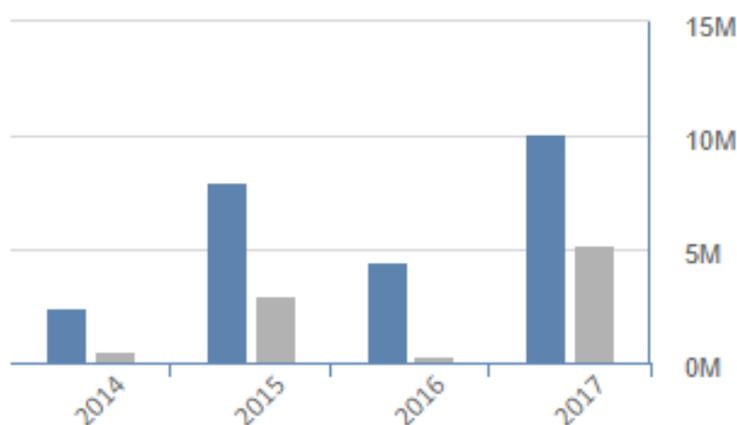
Fonte: Borsa Italiana

Dal giorno della sua quotazione fino all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio, il titolo aveva già guadagnato il 135%; mentre dal 12 Dicembre 2016 fino all'ultimo dato disponibile ha guadagnato il 387%. Con un *capital gain* complessivo dal suo ingresso in borsa fino ad oggi del 1046%.

Oltre ai dati meramente borsistici è interessante analizzare anche gli indici di bilancio dell'azienda stessa, cercando di capire quanto impatto ha avuto la quotazione e la successiva raccolta di capitali, sul suo sviluppo.

L'ultimo bilancio d'esercizio, datato 31 Dicembre 2017, ha indicato ricavi per 10,8 milioni di euro con un incremento del 60% rispetto all'anno precedente. Anche l'utile netto ha segnato un netto incremento passando dai 360 mila euro del 2016 ai 5,23 milioni del 2017 (*Figura 17*). Tale incremento è dovuto principalmente all'espansione sul mercato USA.

Figura 17



Fonte: Borsa Italiana

Sapendo che l'utile nel 2017 è stato pari a 5 milioni e 230 mila euro e sapendo che in circolazione ci sono 18.825.276 azioni, possiamo calcolare l'indice "utile per azione" (EPS), che sarà pari a: 0,28 centesimi di euro per azioni. Dopo aver calcolato l'EPS, conoscendo anche il prezzo a cui ogni singola azione viene scambiata (57,3 euro), possiamo calcolare anche l'indice "prezzo su utili" (P/E), che sarà pari a 204. Tale valore sta ad indicare che il mercato è disposto ad acquistare una azione il cui prezzo verrà ripagato in 204 anni. Chiaramente il prezzo di un'azione incorpora anche delle aspettative future sulla *performance* dell'azienda; ciò significa che il mercato suppone che l'utile dell'azienda nei prossimi anni avrà un incremento esponenziale.

Allo stesso modo l'indice *Price to Book Value*, ovvero il rapporto tra la capitalizzazione di borsa dell'azienda e il patrimonio netto contabile della stessa è pari a 23,42; questo valore sta ad indicare che il mercato sta valutando l'azienda circa 23 volte il suo valor contabile.

Analizzando la marginalità dell'impresa notiamo che essa ha un margine operativo, ovvero la differenza tra costi e ricavi derivanti dalla gestione tipica, pari al 63,18%; quest'ultimo dato ci serve a capire quanta quota degli utili deriva dall'attività dell'impresa stessa e quanto da proventi non ripetitivi.

L'ultimo dividendo distribuito dalla società risale al 2016, decidendo nel 2017 di reinvestire tutti i proventi derivanti dalla gestione dell'anno precedente. Questa politica è in linea con gli obiettivi strategici del piano industriale 2017-2020; infatti, essi essendosi posto come traguardo l'espansione sul mercato americano, anche attraverso M&A, necessitano di tutti i fondi possibili. Inoltre, è bene tener presente che la società in questione è ancora un'azienda di piccole dimensioni e in questa fase della sua vita è comprensibile che il *management* decida di puntare ad uno sviluppo rapido.

Per analizzare la solidità patrimoniale dell'impresa, ovvero la sua capacità di far fronte ai suoi obblighi nel medio-lungo periodo, faremo riferimento all'indice "*quoziente primario di struttura*", in modo da verificare quanta quota dell'attivo fisso sia finanziato tramite mezzi propri. Nel caso in questione l'indice è pari a 5,07, ovvero le immobilizzazioni risultano adeguatamente finanziate dal Capitale Proprio. Ulteriore indice di solidità è il quoziente di indebitamento finanziario che è pari al rapporto fra i debiti e il Capitale, nel nostro caso esso è a pari al 35%.

Riguardo l'analisi della liquidità, ovvero la capacità per l'impresa di far fronte ai suoi impegni di breve termine, faremo riferimento all'indice di liquidità secondaria, ovvero il rapporto tra le attività correnti e le passività correnti, compreso il magazzino. Esso è pari a 16,10%, ovvero il capitale circolante netto si può ritenere soddisfacente in relazione all'ammontare dei debiti correnti.

Per avere una visione d'insieme dell'azienda presa in esame, analizzeremo anche la sua redditività. Il primo indice che utilizzeremo è il *Return on Equity (ROE)*, ottenuto rapportando l'utile netto ai mezzi propri, ovvero calcoleremo il tasso di remunerazione del capitale. Nel caso della Bio-On esso è pari al 16,91%.

Altro indice di redditività è il *Return on Investment (ROI)*, ottenuto rapportando il risultato operativo, ovvero quello derivante dalla gestione caratteristica e il capitale investito netto operativo. In questo caso il risultato è 13,19%.

Per comprendere se tali risultati sono adeguati al rischio che ci si assume, proviamo a calcolare il costo opportunità. Supponiamo un Free Risk Rate pari al 2,5%, un Coefficiente Beta pari all'unità e un Market Risk Premium pari all'8,25%; di conseguenza avremo un WACC pari al 10,75%.

Successivamente calcoliamo il Valore economico aggiunto, ovvero:

$$E.V.A. = (ROI - WACC) * CAPITALE INVESTITO$$

$$E.V.A. = (0,1319 - 0,1075) * 23.444.571$$

$$E.V.A. = 572.047,53$$

Questo ci indica che con la sua gestione caratteristica Bio-On SpA riesce a creare ricchezza.

In conclusione, possiamo affermare, che l'azienda presa in esame sia un'azienda solida, che cresce a tassi sostenuti e che è in grado di remunerare in modo congruo sia il capitale di rischio sia il capitale di credito. Inoltre, possiamo aggiungere, che grazie all'enorme flusso di liquidità che i

Piani Individuali di Risparmio hanno riversato sul mercato, anche la capitalizzazione borsistica dell'impresa ha iniziato a riflettere il valore che i dati di bilancio già esprimeva.

CONCLUSIONI

I Piani Individuali di Risparmio, oltre ad essere un'interessante opportunità di investimento per i cittadini italiani, possono essere la strada giusta per far confluire risorse verso le piccole e medie aziende del nostro paese. Tali aziende sono l'ossatura del sistema produttivo italiano e sono anche quelle che hanno sofferto maggiormente dall'inizio della crisi. La loro dimensione ridotta, poco si addice ad affrontare un mercato globale e a sostenere ingenti investimenti in Ricerca & Sviluppo. Inoltre, a causa del *credit crunch*, l'unico canale con il quale loro si finanziavano, ha sostanzialmente smesso di erogare fondi.

Il combinato disposto tra dimensione piccola e canale di finanziamento in crisi, ben spiega la situazione attuale dell'economia italiana. L'Italia è il secondo paese manifatturiero europeo, secondo solo alla Germania, ma per poter reggere alla competizione estera, sia di paesi europei, come la Polonia, sia di paesi extra-europei, come la Cina, è impensabile non sostenere il tessuto industriale del nostro paese.

L'industria manifatturiera, quella dove noi siamo specializzati, a differenza dell'industria dei servizi, necessita di ingenti investimenti in capitale fisso. Gli unici modi per poter sostenere tali costi è quello di finanziarli o tramite capitali di rischio o capitali di debito.

Nel primo caso, le aziende italiane quasi sempre sono sottocapitalizzate e quindi non hanno i mezzi per auto-finanziarsi; mentre nel secondo le banche difficilmente erogano credito per investimenti di lungo periodo.

In un'economia dove non si investe è praticamente impossibile che vi sia la crescita; proprio quella di cui il nostro paese ha più disperatamente bisogno.

Solo la crescita economica può permettere all'Italia di affrontare le sfide che ha di fronte:

- Debito pubblico;
- Sistema pensionistico;
- Disoccupazione giovanile;
- Disuguaglianza sociale.

In tutti i casi, l'unica vera soluzione è la crescita della nostra economia, infatti, solo essa rende sostenibile un debito pubblico come il nostro, solo essa ci permette di finanziare il nostro *welfare*, con una popolazione che invecchia, solo essa permette la creazione di posti di lavoro e in definitiva solo essa può assicurare maggiori opportunità di miglioramento della qualità di vita ai cittadini.

Come abbiamo accennato, l'unico modo con cui questo può avverarsi sono gli investimenti, sia pubblici che privati.

In situazioni del genere, la teoria economica ci insegna che gli investimenti pubblici dovrebbero fungere da volano per quelli privati. Con le attuali regole europee e un debito pubblico come il nostro pari al 130% del PIL, diventa molto difficile pensare di poterci indebitare ancora molto.

L'unica strada realisticamente percorribile rimane quella di stimolare gli investimenti privati tramite degli incentivi. Partendo da questa considerazione i Piani Individuali di Risparmio, si rivelano essere lo strumento ideale per raggiungere tale scopo.

L'Italia rimane uno dei paesi con il più alto tasso di risparmio al mondo, basterebbe veicolare solo una piccola percentuale di tale somma verso le imprese produttive di piccola e media dimensione, per permettere a quest'ultime di avere tutti i fondi necessari per poter finanziare la propria crescita. Dalla loro introduzione, qualche risultato si è iniziato ad intravedere anche se siamo ancora molto lontani dal poter dire che l'obiettivo è stato colto appieno.

Se dovessimo descrivere la fase del processo in cui ci troviamo, la potremmo sicuramente intitolare: "raccolta di fondi". In questi quasi due anni di operatività ci si è quasi esclusivamente focalizzati sul raccogliere i risparmi da impiegare.

Dopo la raccolta però viene l'impiego ed in questo caso la palla passa proprio al sistema produttivo del nostro paese. Solo esso può decidere di cogliere le opportunità che si stanno presentando. È necessario che vi sia un cambio nel paradigma con cui fino ad oggi si è strutturato.

Gli imprenditori italiani devono essere pronti ad aprire il capitale anche a soci esterni alla famiglia, e devono iniziare a pensare che vi può essere anche una distinzione tra il socio e l'amministratore.

Un ruolo fondamentale lo deve avere anche il Governo, facilitando le procedure con cui tutto ciò avviene ed ovvero, rendendo la quotazione sul mercato borsistico o anche l'emissione di mini-bond degli strumenti accessibili alla stragrande maggioranza della platea.

Dei passi in avanti sotto questo aspetto sono stati fatti. La procedura per chi si quota sul mercato AIM Italia è stata semplificata, basti pensare che è sufficiente avere solo un bilancio certificato prima della quotazione stessa. Inoltre, tramite il credito di imposta, anche le spese da sostenere, pesano meno sulle imprese. In effetti le imprese sembrano rispondere bene a questo stimolo esterno, facendo riscontrare ogni anno dei record di IPO sul mercato AIM.

In conclusione, grazie ad una visione d'insieme, possiamo affermare che solo se tutti gli attori coinvolti nel processo: investitori, gestori di fondi e imprese, contribuiscono pro-quota a modificare i processi con cui fino ad oggi hanno operato, l'obiettivo potrà essere raggiunto.

Lo sviluppo di competenze tecniche è il principale ostacolo da affrontare, ma è anche l'unica strada che esista per poter tradurre in realtà quello che PIR solamente in teoria consentono.

In definitiva affinché le potenzialità dei Piani Individuali di Risparmio possano essere colte appieno, è necessario che tutta la catena della creazione del valore contribuisca; solo così l'impatto sull'economia reale potrà essere di rilievo e di conseguenza solo in questo modo vi potrà essere crescita economica nel nostro paese.

BIBLIOGRAFIA

- Arlotta C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014
- 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, *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
- 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, *Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Bruxelles, 6 maggio 2003
- Commissione Europea, *Unione dei mercati dei capitali: un piano d'azione per dare impulso al finanziamento di imprese e investimenti*, Bruxelles, Settembre 2015
- Deloitte, *Marketplace Lending. A temporary phenomenon?*, 2016
- Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, Padova, 2011
- Legge di Bilancio 2017, Legge 11 dicembre 2016, n. 232
- 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
- 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