



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato*

**ANALISI DEGLI EFFETTI DEI PIR SUL
FINANZIAMENTO DELLE PMI**

Relatore:

Raffaele Oriani

Candidato:

Federico Peruzzi

Matricola: 680561

Correlatore:

Arturo Capasso

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

Indice

Introduzione.....p.5

CAPITOLO 1. Il Finanziamento delle PMI: un problema da risolvere. Focus sul tessuto economico italiano e sulle attuali politiche di sostegno.....p.11

1.1. L'accesso al finanziamento delle PMI: principale vincolo alla crescita.....p.11

1.1.1. Imprese finanziariamente ostacolate e imprese non finanziariamente ostacolate.....p.13

1.1.2. Vincoli alla crescita e il loro diverso impatto in relazione alla dimensione societaria.....p.17

1.1.3. L'importanza di un ambiente economico competitivo per la crescita economica e il ruolo chiave svolto dalle istituzioni.....p.21

1.1.4. Fonti interne o fonti esterne di finanziamento? Come si finanziano le PMI.....p.26

1.2. Il finanziamento delle PMI in Italia e le politiche di sostegno.....p.32

1.2.1. Una fotografia al settore PMI italiano.....p.32

1.2.2. Difficoltà di accesso al credito per le PMI italiane.....p.35

1.2.3. Politiche europee e italiane a sostegno delle PMI.....p.39

1.2.4. Strumenti alternativi, al credito bancario, per il finanziamento delle PMI.....p.44

CAPITOLO 2. PIR: un nuovo canale di finanziamento per le PMI italiane.....p.51

2.1. La regolamentazione giuridica dei piani individuali di risparmio:

Legge 232/201.....p.51

2.1.1. Successive modifiche al testo di legge.....p.59

2.2. Come investire in un PIR.....p.62

2.2.1. Ambito Soggettivo.....p.63

2.2.2. Ambito Oggettivop.65

2.2.3. Modalità di costituzione e limiti all'entità dell'investimento in PIR.....p.66

2.2.4. Gli strumenti PIR-conformi e i vincoli di composizione e di concentrazione.....	p.67
2.2.5. Il requisito temporale dell'investimento, il disinvestimento e il reinvestimento.....	p.71
2.2.6. Decadenza, trasferimento, chiusura del piano e ritenute non dovute.....	p.73
2.3. Benefici e criticità di un PIR.....	p.74
2.3.1. Vantaggi di un investimento in PIR.....	p.74
2.3.2. Svantaggi di un investimento in PIR.....	p.79
CAPITOLO 3. Analisi dell'impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull'economia reale.....	p.92
3.1. Analisi dell'Asset Allocation dei fondi PIR-conformi.....	p.96
3.1.1. Analisi settoriale dei fondi PIR-conformi.....	p.103
3.2. "Effetto PIR" sul mercato azionario italiano.....	p.107
3.2.1. Analisi degli indici di mercato.....	p.107
3.2.2. Analisi BHAR.....	p.113
3.2.3. Analisi sui volumi e sui bid-ask spread.....	p.122
3.2.4. Focus sul segmento AIM Italia.....	p.125
3.3. Previsioni Future.....	p.128
Conclusione.....	p.135
Bibliografia.....	p.139
Risorse Online.....	p.143
Sitografia.....	p.146
Appendice.....	p.152

Introduzione

Le Piccole e Medie Imprese sono la spina dorsale dell'economia europea e rappresentano il 99% del commercio UE. Negli ultimi cinque anni, hanno creato circa l'85% dei nuovi posti di lavoro, ricoprendo i due terzi dell'intero settore privato europeo. Benché contribuiscano in modo rilevante alla crescita economica globale, il loro sviluppo viene spesso ostacolato da un accesso limitato ai finanziamenti a causa di una bassa propensione degli intermediari finanziari a erogare loro prestiti

Nella prima parte del Capitolo 1 sono stati presi in considerazione i principali ostacoli al finanziamento delle aziende. La letteratura finanziaria ha dimostrato che le piccole imprese (soprattutto se giovani e nazionali) affrontano, a priori, più ostacoli alla crescita aziendale rispetto alle società di grandi dimensioni (da più anni nel mercato e internazionali) poiché i vincoli, soprattutto l'accesso al finanziamento, sono maggiormente stringenti. Le asimmetrie informative, difatti, tendono ad aggravarsi nel caso di giovani società, poiché i creditori non hanno tempo e dati necessari a valutare con precisione il rischio connesso al finanziamento e le imprese non hanno tempo sufficiente a instaurare rapporti di lungo periodo con i finanziatori. Queste, unite al momento storico che stiamo vivendo, contraddistinto da un obbligatorio miglioramento della qualità degli attivi bancari imposto dalle nuove direttive europee, ha portato ad un razionamento del credito per le piccole imprese italiane, spesso costrette a finanziare i propri progetti di ricerca e sviluppo in maniera non ottimale, attraverso i fondi interni.

La seconda parte del Capitolo 1 è dedicata proprio alla situazione italiana: secondo il Rapporto Cerved 2017¹, nel 2016, per il secondo anno consecutivo, il numero di PMI italiane è tornato a crescere, per un totale di 145.424 di piccole e medie imprese che occupano circa 3,9 milioni di addetti e che producono un giro d'affari di 871 miliardi di euro.

Nonostante i segnali positivi sopracitati, il 2017 per le PMI è stato un anno caratterizzato da un forte "credit crunch". Secondo l'elaborato del centro studi Unimpresa, le banche italiane hanno erogato meno finanziamenti alle imprese, facendo crollare i prestiti di quasi 37 miliardi di euro, passati da 780,1 miliardi a 742,6 miliardi, un calo del 6,34% rispetto all'anno precedente.

¹ *Idem.*

Per supportare l'economia delle PMI, l'UE ha messo a disposizione vari fondi (riconguibili a quattro categorie: finanziamenti diretti, finanziamenti indiretti, strumenti per facilitare l'accesso al credito alle imprese forniti dagli intermediari finanziari e opportunità di investimento previste nell'ambito delle politiche di aiuto ai paesi terzi) e sono stati varati dei piani di azione atti ad aumentare la competitività delle piccole e medie imprese attraverso la ricerca, l'innovazione e la facilitazione dell'accesso al finanziamento (tra questi citiamo: lo "Small Business Act", "Horizon 2020" e il programma "COSME").

Il quadro politico nazionale è, invece, stato rafforzato nel novembre 2011, con l'approvazione in via definitiva dal Parlamento, dello Statuto delle Imprese. Tale atto ha evidenziato il contributo fondamentale alla crescita, all'occupazione e alla prosperità economica, apportato dalle imprese e ha lo scopo di fissare le priorità economico-sociali per le PMI e di identificare i programmi volti a favorire l'imprenditorialità in Italia, applicando in pieno i dieci principi previsti nello Small Business Act (imprenditorialità, seconda possibilità, pensare anzitutto al piccolo, amministrazione recettiva, appalti pubblici e aiuti di stato, finanza, mercato unico, competenze e innovazione, ambiente, internazionalizzazione). Tra le principali misure di finanziamento strutturale di maggior successo nel nostro paese citiamo: il "Fondo di Garanzia per le PMI" (attivo dal 2000), il "Fondo per il credito alle aziende vittime di mancati pagamenti", la misura Beni Strumentali "Nuova Sabatini" e il "Credito d'imposta per la quotazione delle PMI".

L'ultima parte del Capitolo 1 è dedicata agli strumenti alternativi al credito bancario, per il finanziamento delle PMI: i Mini-bond (obbligazioni a medio lungo termine o cambiali finanziarie, emesse da società italiane non quotate a favore di soggetti che intendono investire nel progetto di quella impresa); il Direct lending (la concessione di finanziamenti alle imprese, attraverso i fondi d'investimento alternativi UE); il Crowdfunding (la raccolta di capitali attraverso la rete Internet); il Private Equity (l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate); le SPAC (veicoli societari d'investimento la cui funzione è reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali attraverso un'offerta pubblica iniziale) e infine l'AIM Italia (un sistema multilaterale di negoziazione, creato da Borsa Italiana, per facilitare l'accesso al mercato borsistico per le PMI, in cui le procedure di quotazione sono più snelle e i costi inferiori).

Il Capitolo 2 è interamente dedicato ai PIR (Piani Individuali di Risparmio) introdotti nel nostro ordinamento con la legge 11 dicembre 2016, n. 232, o legge di bilancio per il 2017. Per agevolare il lettore nella comprensione, nel primo paragrafo, è stato riportato integralmente il

testo dei commi 100-114 dell'Art.1, che regolamentano l'utilizzo dei PIR, con una breve spiegazione del legislatore.

Il paragrafo due è interamente dedicato alle modalità di investimento in PIR.

Diciamo, fin da subito, che per risolvere i dubbi applicativi inerenti alla disciplina dei piani individuali di risparmio e far chiarezza sulle modalità di applicazione della normativa per risparmiatori e operatori del settore PIR, sono stati diffusi due importanti comunicati: le *Linee Guida per l'applicazione della normativa sui PIR* del Ministero Economia e Finanze (2017) e la *circolare N.3/E* dell'Agenzia delle Entrate, che ha risolto alcune criticità emerse nel confronto fra Ministero, Entrate e principali associazioni di categoria. Il primo tema sul quale i due comunicati hanno fatto chiarezza è l'ambito soggettivo, cioè definire i destinatari dell'agevolazione. Dalla normativa si evince che i destinatari sono: persone fisiche, residenti nel territorio dello Stato, che conseguono redditi di natura finanziaria al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale, relativamente a investimenti detenuti, per almeno cinque anni, nell'ambito di un PIR appositamente costituito presso un intermediario abilitato. Ciascuna persona fisica, inoltre, non può godere di più piani contemporaneamente. Il secondo tema affrontato da entrambi i comunicati è l'ambito oggettivo della normativa. In base a tale disposizione, sono esclusi dall'agevolazione fiscale: i redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo del contribuente, i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti da "partecipazioni qualificate" ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del TUIR.

Dopo aver esaminato ambito oggettivo e soggettivo, i comunicati fanno chiarezza sulle modalità di costituzione del piano, il PIR può essere costituito secondo quattro diverse modalità:

1. un rapporto di custodia o di amministrazione titoli, anche fiduciaria, esercitando l'opzione per l'applicazione del risparmio amministrato;
2. un rapporto di gestione di portafoglio, esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato;
3. stabile rapporto, con un intermediario abilitato esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato, riscontrabile anche in assenza di un formale contratto di custodia, come ad esempio nel caso di deposito virtuale;
4. la stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, che rispettino i requisiti di investimento richiesti dalle norme, in tal caso non è richiesta l'opzione per il regime del risparmio amministrato, non essendo le imprese di assicurazioni tra i soggetti abilitati al suddetto regime.

Un altro tema di rilievo affrontato sia nelle *Linee Guida* del MEF che nella circolare dell’Agenzia delle Entrate è la definizione del perimetro degli strumenti finanziari ammissibili nel piano di risparmio: la quota del 70% del PIR deve essere composta da investimenti qualificati (‘strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono un’attività con stabile organizzazione in Italia e sono residenti nel territorio dello Stato e in Stati membri UE o “SEE”’) e la restante parte, la cosiddetta quota libera, può essere destinata a investimenti che non hanno le caratteristiche per essere considerati qualificati.

In sostanza, affinché il proprietario del PIR non perda il beneficio fiscale e incorra nell’obbligo di restituzione delle imposte non pagate, è necessario che siano rispettate tre condizioni principali:

1. Il vincolo di composizione, sia in termini quantitativi, 70% strumenti qualificati e 30% strumenti non qualificati, che temporali, per almeno i due terzi dell’anno;
2. Il vincolo di concentrazione, non più del 10% in strumenti rilasciati dallo stesso emittente o gruppo, compresi i depositi e la liquidità, non le quote di OICR PIR-conformi, per almeno due terzi dell’anno;
3. Il vincolo di non investimento in strumenti emessi o stipulati con soggetti residenti in paesi o territori diversi da quelli inclusi nella white-list.

Ma quali sono i vantaggi di un investimento in PIR?

Se da un lato è stata analizzata la possibile convenienza di un residente italiano ad investire in PIR, dall’ottica dell’imprenditore, la normativa ha la funzione di stimolare l’immissione di risorse finanziarie nell’economia reale, in particolare supportando le PMI. Infatti, il vincolo di destinare il 21% delle risorse del piano a società non FTSE-Mib ha lo scopo di far confluire i risparmi delle famiglie italiane verso le aziende con minore capitalizzazione, come per esempio, quelle quotate nel segmento AIM Italia. Un altro piccolo vantaggio legato al tema PIR è certamente, in via indiretta, l’insegnamento al cittadino italiano di nozioni base in materia finanziaria, fra le quali, per esempio: “l’investimento in Borsa richiede un’ottica di medio-lungo termine”. Il fatto che i PIR incentivino l’investimento in un’ottica almeno quinquennale, permette sia alle imprese di poter contare in fondi stabili, sia al risparmiatore di evitare pericolosi disinvestimenti nel breve periodo.

Le maggiori criticità connesse all’incentivazione fiscale dei piani di risparmio sono senza dubbio i costi e gli oneri da sostenere per il titolare del PIR. Oltre alle commissioni di gestione e d’ingresso molti piani presentano anche commissioni di performance, il cui calcolo è

effettuato in maniera non omogenea fra tutti i gestori. È quindi necessario che l'investitore sia ben informato di tali oneri, poiché quest'ultimi incidono in maniera significativa sulla performance finale e possono ridurre decisamente il vantaggio economico dell'agevolazione fiscale. La seconda criticità è certamente il *rischio paese* intrinseco nell'investimento: la scarsa diversificazione territoriale degli strumenti inseriti nel piano, provoca una concentrazione dei rischi derivanti dalla condizione economica del paese. È bene dunque che i risparmiatori, se decidono di investire in PIR, lo facciano in un'ottica di diversificazione, cioè destinando solamente una piccola parte del proprio patrimonio, piccolo o grande che sia. La terza importante criticità, per operatori e investitori del settore PIR, è la scarsità di PMI quotate a Piazza Affari. Il rischio maggiore connesso all'elevata raccolta di risorse e alla scarsità di aziende quotate, è la creazione di una bolla speculativa, dovuta ai troppi soldi confluiti su mercati troppo piccoli e la soluzione migliore per evitare il rischio bolla speculativa è l'incremento del numero di società quotate a Piazza Affari.

Per questi motivi, la scelta di istituire un PIR, deve essere il risultato di una saggia riflessione da parte del risparmiatore italiano.

Il Capitolo 3 è invece dedicato all'analisi dell'impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull'economia reale cercando di capire se i piani di risparmio hanno raggiunto gli obiettivi preposti dal legislatore. L'analisi condotta si focalizza in due filoni distinti:

- Lo studio dell'asset allocation dei fondi PIR-conformi volto a comprendere la quantità di risorse finanziarie confluite verso le piccole e medie imprese italiane;
- L'analisi dei principali indicatori di mercati, quali: prezzi azionari, volumi di scambio, bid-ask spread e capitale raccolto tramite IPO, per esaminare l'impatto dei piani di risparmio nel mercato azionario italiano.

Per capire se le quotazioni dei titoli azionari italiani nei primi due anni PIR hanno sovraperformato il mercato, è stata utilizzata la metodologia BHAR, "buy-and-hold abnormal return", che ci permette di stimare i rendimenti anomali di strumenti finanziari in eventi di lungo termine. I BHAR sono definiti come la differenza tra rendimenti "buy-and-hold" e i rendimenti attesi dal modello previsionale scelto, su un arco temporale definito. Molti analisti sostengono che l'approccio BHAR descriva nel miglior modo possibile il risultato di un investimento azionario di lungo termine.

Per la stima dei rendimenti attesi è stato utilizzato il modello "Capital Asset Pricing Model", o CAPM, il quale descrive la relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità,

determinata tramite un unico fattore di rischio, detto Beta. Il fattore Beta misura il rischio sistematico, o rischio di mercato, cioè la correlazione fra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato di riferimento, spesso identificato tramite un indice azionario.

Nella Conclusione ho dato la mia risposta in merito al raggiungimento degli obiettivi dei piani individuali di risparmio promossi dal legislatore.

CAPITOLO 1

Il finanziamento delle PMI: un problema da risolvere.

Focus sul tessuto economico italiano e sulle attuali politiche di sostegno.

1.1 L'accesso al finanziamento delle PMI: principale vincolo alla crescita

Le PMI sono la spina dorsale dell'economia europea e rappresentano il 99% del commercio UE. Negli ultimi cinque anni, hanno creato circa l'85% dei nuovi posti di lavoro, ricoprendo i due terzi dell'intero settore privato europeo. La Commissione Europea considera le PMI e l'imprenditorialità, le chiavi per assicurare crescita economica, innovazione, occupazione e integrazione sociale.²

Le PMI sono la spina dorsale dell'economia americana. Le trenta milioni di PMI americane hanno contribuito allo sviluppo dei due terzi del nuovo settore privato delle recenti decadi. Le PMI che esportano tendono a crescere più velocemente, a creare più lavoro e a pagare stipendi maggiori, rispetto a quelle che non esportano, inoltre esse sono il 98% degli esportatori USA e favoriscono circa quattro milioni di posti di lavoro nelle comunità con le quali commerciano.³

Le piccole e medie imprese non sono considerate solamente la spina dorsale dell'economia europea e americana, ma sono importanti anche per il mondo asiatico: secondo il rapporto annuale 2014 dell'Asian Development Bank, le PMI rappresentano il 96% delle imprese asiatiche, forniscono il 62% dei posti di lavoro e il loro contributo al Pil è intorno al 42%.⁴

Benché contribuiscano in modo rilevante alla crescita economica globale, il loro sviluppo viene spesso ostacolato da un accesso limitato ai finanziamenti a causa di una bassa propensione degli intermediari finanziari a erogare loro prestiti. Lo studio delle cause e l'analisi dei fattori

² Cfr Sito web della Commissione Europea, *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)*: https://ec.europa.eu/growth/smes_en (ultima consultazione 06/01/2019)

³ Cfr Sito web dell'Executive Office of the President of the United States: <https://ustr.gov/trade-agreements/free-trade-agreements/transatlantic-trade-and-investment-partnership-t-tip/t-tip-12> (data ultima consultazione 06/01/2019)

⁴ Eleonora Poli, *Pmi, la forza motrice della crescita*. Affari Internazionali, 28/10/2015. <https://www.affarinternazionali.it/2015/10/pmi-la-forza-motrice-della-crescita/>

Cfr Asian Development Bank, *Asia SME Finance Monitor 2014*

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/173205/asia-sme-finance-monitor2014.pdf>

sottostanti alle difficoltà riscontrate dalle PMI nell'accesso al credito, sono l'argomento portante di questo primo capitolo.

In aiuto alle piccole e medie imprese sono stati creati numerosi progetti internazionali di assistenza. A livello europeo, per esempio, proseguendo le attività, che sono state avviate nel periodo 2007-2013 con il "Programma Quadro per la Competitività e l'Innovazione", è in vigore il "Programma Operativo Imprese e Competitività 2014-2020" che renderà più facile l'accesso ai prestiti bancari per le PMI.

L'efficacia delle politiche di sostegno è stata anche dimostrata da indagini empiriche; Biggs (2002) a supporto dell'IFC Project Development Facilities ha verificato che lo sviluppo delle PMI è importante per raggiungere un'occupazione sostenibile e la riduzione della povertà.⁵

Lo stesso Biggs insieme a Snodgrass (1996) ha dimostrato il ruolo chiave svolto dalle piccole e medie imprese nello sviluppo economico e nel processo di industrializzazione nell'Africa Sub-Sahariana, colpita dall'inefficienza del mercato e dalla carenza di istituzioni finanziarie.⁶

Anche Hallberg (2001) ha giustificato questo supporto definendo il mercato delle PMI il settore privato emergente nei paesi in via di sviluppo e la base per la crescita sostenibile di ogni stato.⁷

Nonostante ciò, Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2005) dopo aver fornito prove empiriche sulla relazione fra crescita economica, riduzione della povertà e PMI, sono giunti alla conclusione, che le economie in rapida crescita sono sì caratterizzate da un vasto settore di piccole e medie imprese, ma che esse non sono la causa del forte sviluppo economico. I tre, inoltre, non hanno trovato evidenze a sostegno della relazione fra rapido aumento della ricchezza e forte riduzione del tasso di povertà, ma hanno documentato una consistente correlazione positiva fra ambiente economico competitivo e tasso di crescita aziendale.⁸

All'interno di questo primo paragrafo proverò a fare chiarezza sulle problematiche sollevate dagli economisti di tutto il mondo, riguardanti il tema del finanziamento alle piccole e medie

⁵ Biggs, T., *Is small beautiful and worthy of subsidy? Literature review*. IFC Mimeo, 2002. Consultabile al link: <https://pdfs.semanticscholar.org/861a/23aae28e16ceebe9a8f8ee091577341f73e7.pdf>

⁶ Snodgrass, D., Biggs, T., *Industrialization and the small firm: Patterns and policies*, International Center for Economic Growth and the Harvard Institute for International Development, San Francisco, 1996.

Consultabile al link: <http://213.154.74.164/invenio/record/4603/files/pnaca514.pdf>

⁷ Hallberg, K., *A market-oriented strategy for small and medium-scale enterprises*, «Discussion Paper IFC», 40 (2000), The World Bank Washington, D.C.

Consultabile al link: http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Hallberg_2000.pdf

⁸ Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., *SMEs, growth, and poverty: Cross-country evidence* «Journal of Economic Growth», 10 (2005), pp.197-227.

realtà di ogni società, in ogni continente. Nel secondo paragrafo mi focalizzerò sul finanziamento del tessuto economico italiano e sulle principali politiche di sostegno alle PMI.

1.1.1 Imprese finanziariamente ostacolate e imprese non finanziariamente ostacolate

A partire dagli anni Novanta, una parte della letteratura di finanza aziendale si è focalizzata sull'identificazione di caratteristiche atte a classificare, a priori, le imprese finanziariamente ostacolate da quelle non finanziariamente ostacolate.

Il primo importante contributo è lo studio di Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) dove si identificano con il termine “*financially constrained*” tutte quelle aziende con elevata correlazione fra investimenti di lungo periodo e finanziamento interno. Un'impresa che non fa sufficientemente ricorso al capitale esterno per finanziare i propri investimenti, infatti, non è in grado di adattarsi a cambiamenti esterni quali, ad esempio: costo del capitale, i prezzi degli “*asset*” e gli incentivi fiscali⁹.

Da citare, tra le prime indagini, anche quella di Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991) che analizzando diverse società nipponiche, hanno concluso che le società finanziariamente ostacolate erano quelle medio-piccole che non avevano stretto importanti legami finanziari con le grandi banche giapponesi. Tali società, dovendo affrontare da sole problemi di asimmetrie informative e di incentivazioni, erano molto sensibili al livello di liquidità interna a differenza delle aziende legate alle banche dove la liquidità giocava un ruolo marginale nelle scelte di investimento.¹⁰

Devereux e Schiantarelli (1990) hanno fornito prove econometriche dell'impatto dei fattori finanziari, quali debito, “*cash flow*” e valori di “*stock*”, sulle decisioni di investimento delle società inglesi e hanno analizzato il loro differente effetto in base a una distinzione per età, dimensione e settore.¹¹

Whited (1992) ha esaminato il fenomeno dell'asimmetria informativa nel mercato del debito, dimostrando che tale problematica ostacola l'ottenimento di capitale esterno di finanziamento

⁹ Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen, *Financing Constraints and Corporate Investment*, «Brookings Papers on Economic Activity», 1 (1988), pp. 141-95.

¹⁰ Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, *Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups*, «Quarterly Journal of Economics», Volume 106, Issue 1, 1991, pp. 33-60.

¹¹ Devereux, M. and F. Schiantarelli, *Investment, Financial Factors and Cash Flow from U.K. Panel Data*, 1990.

e provoca una non corretta allocazione degli investimenti societari; la classificazione delle imprese avviene rispetto al *rating* attribuito ai titoli di debito.¹²

Oliner e Rudebusch (1992) hanno studiato i motivi che spingono le imprese a preferire il capitale interno come risorsa per gli investimenti, classificando il campione in base all'età, alla quotazione o meno e agli schemi di “*insider trading*”, dimostrando che le società quotate affrontano vincoli minori.¹³

Shin e Park (1999), prendendo come riferimento un campione di imprese coreane, hanno comparato la sensibilità dei cash flow sulle opportunità di investimento tra società facenti parte di un conglomerato, società “*chaebol*” e società che non ne fanno parte, “*non-chaebol*”. Entrambe le società sono sensibili ai cash flow, con la particolarità che le società chaebol sono altamente sensibili ai cash flow del proprio gruppo e dunque correlate alle opportunità di crescita interne. Questo risultato dimostra che le imprese che fanno parte di un gruppo possono attingere ad un mercato interno di capitale, riducendo così gli ostacoli al finanziamento.¹⁴

Kaplan e Zingales (1997) classificando le imprese vincolate finanziariamente (non sulla base dei dati contenuti nei report aziendali annuali) hanno osservato che le società, in caso di violazioni delle proprie obbligazioni, tagliano la loro usuale fonte di credito, rinegoziano i periodi di pagamento o sono forzate a disinvestire per problemi di liquidità. Tali società, quindi, sono da considerarsi financially constrained.¹⁵ Fazzari, Hubbard e Petersen (2000) hanno però mosso critiche verso quest'ultimo elaborato, sostenendo che i report utilizzati per la classificazione societaria sono provenienti da anni di relativo stress finanziario, perciò difettano di validità assoluta.¹⁶

L'indagine più completa riguardante l'identificazione delle caratteristiche aziendali maggiormente discriminanti, per distinguere a priori un'impresa finanziariamente vincolata da una non vincolata, è certamente “The Determinants of Financing Obstacles” di Beck, Demirguc-

¹² Whited, T. (1992), *Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data*, «Journal of Finance», Vol. 47, No. 4, 1992, pp. 1425-60.

¹³ Oliner, S. D. and G. D. Rudebusch, *Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment*, «Review of Economics and Statistics», Vol. 74, No. 2, 1992, pp. 643-54.

¹⁴ Shin, H.-H. and Y. S. Park (1999), *Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'*, «Journal of Corporate Finance», Vol. 5, No. 2, 1999, pp. 169-191.

¹⁵ Kaplan, S. and L. Zingales, *Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?*, «Quarterly Journal of Economics», Vol. 112, 1997, pp. 169-215.

¹⁶ Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen, *Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales*, «Quarterly Journal of Economics», Vol. 115, 2000, pp. 695-705.

Kunt, Laeven e Maksimovic (2004).¹⁷ Il campione utilizzato è il database della creato dal *World Business Environment Survey* fra il 1999 e il 2000¹⁸.

Esso è formato per il 40% da piccole imprese, da 5 a 50 impiegati, per un altro 40% da medie imprese, da 51 a 500 dipendenti, infine il restante 20% da grandi imprese, con più di 500 lavoratori. Più dettagliatamente, il 40% delle società opera nel settore dei servizi, il 30% nel settore manifatturiero, solamente il 10% del campione sono imprese quotate.

Inizialmente, i quattro ricercatori hanno suddiviso le imprese in base a cinque caratteristiche principali, collegando a ogni categoria il punteggio medio attribuito dai manager al vincolo generale del finanziamento. I cinque fattori discriminanti impiegati per la classificazione sono:

- dimensione societaria
- settore di appartenenza
- tipologia di proprietà: nazionale o estera
- società quotate o non quotate
- multinazionali o nazionali

Il 36% delle società ha assegnato valore quattro al vincolo generale di finanziamento, per il 27% è considerato un ostacolo moderato, per il 18% un impedimento minore e solamente per il 19% del campione non è un problema. Le PMI hanno assegnato a tale vincolo un punteggio medio di circa 2.86, mentre le grandi imprese di 2.59, ciò si traduce in un 38% di probabilità per le PMI di considerare il finanziamento come il principale vincolo alla crescita, a differenza delle grandi imprese, dove la probabilità scende al 28%. Le categorie che hanno ritenuto più stringente il vincolo del finanziamento sono state le imprese edilizie, le non quotate, le società nazionali e le non controllate.

Per determinare empiricamente quale di queste caratteristiche è maggiormente discriminante per l'ottenimento di finanziamento, o meglio, quale fattore influenza, in modo rilevante, la decisione di un istituto finanziario a concedere un prestito, i quattro hanno condotto un'analisi multivariata. Le regressioni hanno mostrato che la dimensione, l'età e la proprietà estera sono i più robusti previsori di eventuali ostacoli al finanziamento. Più specificamente, la grande

¹⁷ Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V., *The determinants of financing obstacles*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 3204 (2004).

¹⁸ The World Business Environment Survey (WBES) Interactive Dataset, reperibile su Merlot: <https://www.merlot.org/merlot/viewMaterial.htm?id=77618>

dimensione, la proprietà estera e il grado di “anzianità” di un’impresa sono caratteristiche che avvantaggiano la ricerca di capitali.

Le regressioni sono state effettuate anche su altri due diversi sotto-campioni: paesi “*high-income*” e paesi “*middle and low-income*”, secondo gli standard del WBES. Tale distinzione ha permesso di osservare che nei paesi più ricchi, la dimensione sembra essere un indicatore meno previsionale rispetto all’età, mentre nei paesi più poveri si nota l’opposto, la dimensione della società è il fattore più rilevante nella previsione di ostacoli al finanziamento.

È possibile concludere l’analisi del saggio affermando che, a priori, una piccola impresa giovane e nazionale affronta maggiori ostacoli rispetto a una grande impresa estera da più anni nel mercato.

I risultati ottenuti hanno così confermato precedenti indagini empiriche quali: Gertler (1988), Sembenelli e Schiantarelli (1996) e Harrison e McMillan (2000).

Gertler (1988) aveva argomentato che le asimmetrie informative tendono ad aggravarsi nel caso di giovani società, poiché i creditori non hanno tempo e dati necessari a valutare con precisione il rischio connesso al finanziamento, inoltre le imprese non hanno tempo sufficiente a instaurare rapporti di lungo periodo con i finanziatori.¹⁹

Sembenelli e Schiantarelli (1996) hanno studiato gli effetti della tipologia di proprietà sulla sostituibilità di capitale interno ed esterno su un campione di società italiane. I due ricercatori italiani hanno dimostrato che le società indipendenti affrontano vincoli più stringenti rispetto alle società facenti parte di un grande gruppo nazionale, ma quest’ultime incontrano più difficoltà rispetto alle multinazionali con proprietà estera.²⁰

Harrison e McMillan (2000) hanno, invece, testato l’impatto che gli investimenti diretti esteri hanno sui vincoli finanziari delle imprese nazionali, prendendo un campione di imprese della Costa d’Avorio. L’analisi empirica evidenzia che le società estere affrontano minori ostacoli al credito, poiché sono in grado di limitare lo spazio alle società nazionali nel mercato dei capitali.²¹

¹⁹ Gertler M., *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, «Journal of Money, Credit, and Banking», No. 20 (1988), pp. 559-596.

²⁰ Sembenelli, A. and F. Schiantarelli, *Form of Ownership and Financial Constraints*, «Working Paper», No. 1629 (1996).

²¹ Harrison, A. and M. McMillan, *Does Direct Foreign Investment Affect Domestic Firm Credit Constraints?*, «Journal of International Economics», Vol. 61, Issue 1, 2000, pp. 73-100.

1.1.2. Vincoli alla crescita e il loro diverso impatto in relazione alla dimensione societaria

Come è stato evidenziato in precedenza, essere una piccola o media impresa significa affrontare, a priori, problematiche maggiori rispetto alle grandi società (Beck Demirguc-Kunt, Laeven, e Maksimovic 2004), oltretutto implica sottoporsi a vincoli più stringenti per l'ottenimento di capitale, come è stato dimostrato dall'indagine di Ayyagari, Demirguc-Kunt e Maksimovic riportata nell'articolo "*How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment*".

I tre economisti hanno intrapreso un'analisi di regressione utilizzando il campione WBES. In esso sono raccolte le caratteristiche aziendali (tra cui tipologia di proprietà, vendite annuali, tasso di occupazione, tasso di crescita del fatturato) di circa diecimila imprese, campionate in ottanta paesi sviluppati e in via di sviluppo, per un minimo di cento aziende per paese.

Oltre ai dati, gli autori del database hanno raccolto un'intervista fatta ai manager delle società a cui era stato chiesto di quantificare, tramite un valore numerico compreso fra quattro (ostacolo principale) e uno (no ostacolo), la gravità percepita dall'impresa rispetto a dieci vincoli ambientali per la crescita e dodici ostacoli specifici al finanziamento, scelti a priori dai ricercatori del WBES.

Gli ostacoli ambientali per la crescita presi in considerazione sono:

- finanziamento,
- corruzione,
- infrastrutture,
- tasse e regolamentazione,
- efficienza giudiziaria,
- criminalità,
- pratiche non concorrenziali,
- instabilità politica,
- tassi di cambio e problemi macroeconomici, come per esempio inflazione o politica monetaria.

I risultati del sondaggio hanno dimostrato che le società dei paesi meno sviluppati ritengono più stringenti tutti i vincoli ambientali²² ma quello che qui interessa è quello che hanno notato i quattro economisti, cioè che i manager delle piccole imprese hanno attribuito un punteggio maggiore a tutti gli ostacoli, rispetto ai manager delle grandi imprese, confermando così lo svantaggio competitivo a cui sono sottoposte le piccole realtà.

Nella seconda parte dell'indagine, Ayyagari, M., Demirgüç, -Kunt, A., Maksimovic, hanno cercato di individuare quali sono i vincoli più stringenti per la crescita delle aziende: utilizzando l'analisi di regressione congiunta all'algoritmo DAG (*Directed Acyclic Graph*), hanno provato a ridurre il numero dei parametri liberi dei differenti fattori ambientali, al fine di verificare la robustezza della regressione, e hanno scoperto che finanziamento, instabilità politica e criminalità sono gli ostacoli più significativi. Più precisamente, l'accesso al capitale di finanziamento è il vincolo più stringente.

È stato inoltre osservato che tali ostacoli hanno un impatto differente in base alla dimensione dell'azienda e al grado di ricchezza del paese di provenienza: generalmente le imprese più grandi hanno meno problemi ad ottenere credito bancario in tutti i paesi e le società provenienti dai paesi più ricchi affrontano meglio l'impatto degli ostacoli, rispetto alle società provenienti dai paesi poveri e in via di sviluppo²³.

Come fase finale della ricerca, i quattro economisti hanno cercato di individuare l'ostacolo specifico al finanziamento più stringente per la crescita aziendale. I dodici fattori presi in considerazione dagli autori del WBES sono:

- requisiti di garanzia
- documentazione e burocrazia
- tassi di interesse
- necessità di conoscenze interne
- la mancanza di fondi bancari
- l'accesso a banche estere

²² Nello specifico, nelle economie in via di sviluppo: le imprese africane sono quelle soggette a più alta corruzione e a evidenti problematiche infrastrutturali, mentre i paesi latino-americani sono affetti maggiormente dalla criminalità e dall'inefficienza del sistema giudiziario.

²³ Per approfondire, vedesi Gelb, Alan; Ramachandran, Vijaya; Shah, Manju Kedia; Turner, Ginger. 2007. *What Matters to African Firms? The Relevance of Perceptions Data*. Policy Research Working Paper; No. 4446. World Bank, Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7542> License: CC BY 3.0 IGO.

- l'accesso al finanziamento non bancario
- l'accesso al finanziamento estero
- accesso ai contratti di “leasing”
- asimmetria informativa sui propri clienti
- accesso ai prestiti di lungo periodo

La metodologia è stata la medesima utilizzata nella seconda parte dell'indagine: analisi di regressione congiunta all'algoritmo DAG. I quattro economisti hanno rilevato che gli ostacoli finanziari specifici, diversamente dagli ostacoli ambientali esaminati in precedenza, sono molto correlati fra loro e che, tra tutti, solamente gli alti tassi di interesse hanno un impatto significativo sulla crescita aziendale. I tassi di interesse sono infatti influenzati da molti fattori ambientali quali, ad esempio: la capacità degli intermediari di soddisfare la domanda di credito, la quantità di capitale disponibile, la politica monetaria e fiscale.

Dallo studio di Ayyagari, Demirguc-Kunt e Maksimovic deduciamo quindi che: il finanziamento è il vincolo ambientale più stringente per la crescita aziendale; i tassi d'interesse sono l'ostacolo specifico al finanziamento di maggior impatto e l'effetto stringente del finanziamento ha effetto maggiore sulle piccole imprese.

Schiffer e Weder (2001), tramite lo stesso database della WBES, hanno dimostrato che esiste un “bias”, ovvero un errore sistematico, che colpisce le piccole imprese: esse affrontano più vincoli delle medie imprese, le quali, a loro volta, trovano maggiori ostacoli rispetto alle grandi imprese²⁴. Nello specifico, le problematiche con rilevante impatto sono:

- accesso al finanziamento,
- tassazione,
- corruzione
- inflazione

Quantificare il differente impatto degli ostacoli sulla crescita aziendale rispetto alle tre categorie dimensionali di impresa, non è un'analisi semplice da svolgere. Beck, Demirguc-Kunt

²⁴ Schiffer, M., Weder, B., *Firm size and the business environment: Worldwide survey results*, «Discussion Paper», No. 43 (2001).

e Maksimovic (2005), utilizzando il database del WBES, hanno provato a calcolare gli effetti stringenti di tre specifici vincoli ambientali sul tasso di crescita del fatturato di un'impresa²⁵. I vincoli presi in considerazione sono:

- finanziamento
- corruzione
- sistema legale non efficiente.

L'analisi di regressione, che considera simultaneamente tutti e tre gli ostacoli, ha dimostrato che solamente i coefficienti del vincolo di finanziamento e del sistema legale sono significativi a livello econometrico, invece la variabile corruzione perde robustezza. Ciò indica che lo scarso accesso al capitale e l'inefficienza del sistema giudiziario riducono in maniera indipendente la crescita aziendale e che i due ostacoli, incorporano l'ostacolo della corruzione nel settore finanziario e legale.

I tre docenti hanno poi suddiviso il campione in piccole, medie e grandi imprese, calcolando per ciascuna categoria l'effetto dei tre vincoli (Fig. 1.1.2).

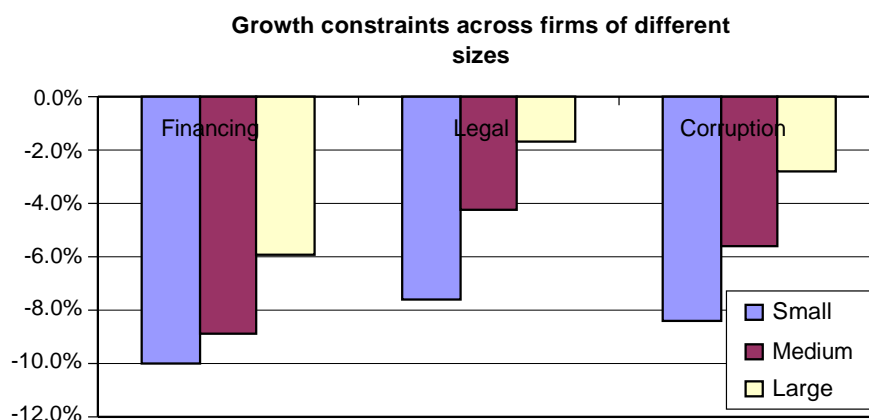


Figura 1.1.2 "L'effetto di tre vincoli ambientali: finanziamento, sistema legale inefficiente e corruzione su piccole, medie e grandi aziende". Studio di Beck, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2005)

Il grafico mostra, innanzitutto, che il problema del finanziamento è l'ostacolo maggiore per la crescita di tutte le aziende. A seguire vi sono: corruzione e sistema legale inefficiente. Senza dubbio, le piccole e medie imprese subiscono in maniera maggiore l'effetto dei tre vincoli sulla

²⁵ Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., *Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter?*, «Journal of Finance», No. 60 (2005), pp. 137-177.

loro crescita anche se è interessante notare come l'impatto del sistema legale e della corruzione siano più che dimezzati per le grandi imprese rispetto alle piccole e medie aziende.

1.1.3. L'importanza di un ambiente economico competitivo per la crescita economica e il ruolo chiave svolto dalle istituzioni

Vediamo adesso come un ambiente economico competitivo e lo sviluppo finanziario e istituzionale possono ostacolare o favorire il finanziamento esterno nei vari paesi.

Klapper, Laeven e Rajan (2005) hanno dimostrato che un meccanismo attraverso il quale l'ambiente economico influenza lo sviluppo è l'ingresso nel mercato delle nuove imprese.²⁶ Utilizzando un campione di società europee, i tre economisti hanno provato, che gli alti costi burocratici impediscono la creazione di nuove imprese e forzano l'ingresso di grandi imprese, provocando una contrazione della produttività.

Tale effetto è mostrato nella Figura 1.1.3., che mette in relazione l'Italia, con costi d'ingresso pari al 20% di prodotto nazionale lordo e la Gran Bretagna, con costi d'ingresso del 1.4% di PNL.

Inizialmente, le imprese italiane sono mediamente più grandi, ma la loro crescita è molto più lenta, rispetto alle omonime inglesi, di circa la metà, se considerato un intervallo temporale di quindici anni.

I tre ricercatori hanno concluso la loro indagine affermando, che un vasto settore di PMI con basso tasso di creazione di nuove imprese e ridotto "turnover" delle società più "anziane" è lo specchio di una economia stagnante.

²⁶ Klapper, L., Laeven, L., Rajan, R., *Barriers to entrepreneurship*, 2004.

Consultabile al link: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Entrepreneurship_KLR.pdf

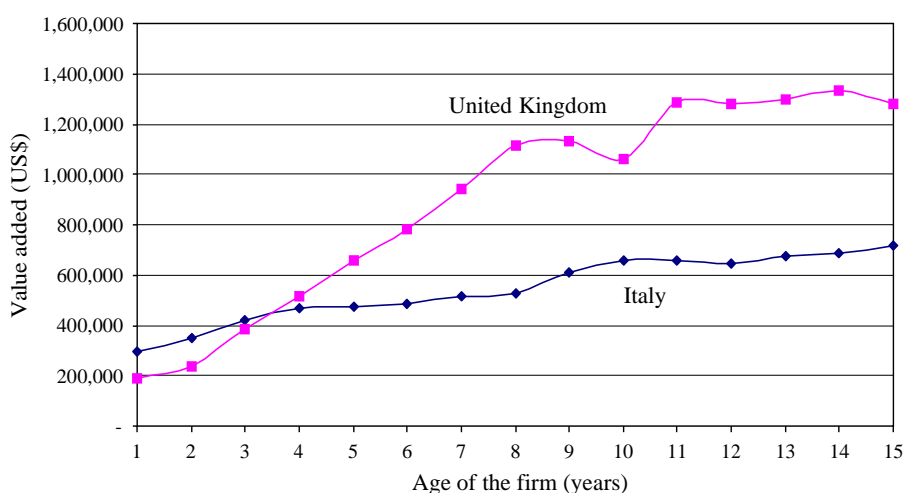


Figura 1.1.3. “Italia vs Gran Bretagna, la dimensione societaria di ingresso nel mercato e la sua evoluzione nel tempo”.
Studio di Klapper, Laeven e Rajan (2005)

Demirguc-Kunt, Love e Maksimovic (2004), impiegando un campione di cinquantadue paesi, hanno indagato sugli effetti provocati dall’ambiente economico e dalle istituzioni legali e finanziarie, sulla scelta della forma societaria di una impresa e come essa influenza l’accesso al finanziamento esterno e il tasso di crescita. I tre hanno dimostrato, che in un paese con elevato sviluppo finanziario, efficiente sistema legale a tutela di azionisti e creditori, bassa tassazione ed efficiente processo di gestione di un fallimento, un’azienda predilige la forma societaria per organizzare la propria attività. Le società, infatti, affrontano meno ostacoli delle imprese non registrate in forma societaria e questo vantaggio si rafforza nei paesi più sviluppati.²⁷

Djankov, Miguel, Qian, Roland e Zhuravskaya (2004) hanno documentato, su un campione di società russe, l’importanza del valore attribuito all’ambiente economico dai propri cittadini per sostenere la scelta o meno di intraprendere la carriera imprenditoriale. In particolare, la percezione della corruzione e la percezione delle politiche economiche a supporto dell’imprenditorialità, influenzano maggiormente tale decisione.²⁸

Johnson, McMillan e Woodruff (2002) hanno constatato che gli imprenditori sono restii nell’investire i propri profitti in paesi dove vi è un debole sistema legale che tutela la protezione

²⁷ Demirguc-Kunt, A., Love, I., Maksimovic, V., *Business environment and the incorporation decision*, «Journal of Banking and Finance», vol. 30, issue 11 (2006), pp. 2967-2993.

²⁸ Djankov, S., Miguel, E., Qian, Y., Roland, G., Zhuravskaya, E., *Who are Russia’s entrepreneurs?*, «Journal of the European Economic Association», Volume 3, Issue 2-3, 1 May 2005, pp. 587-597.

dei diritti di proprietà, anche se in tali paesi vi è una elevata disponibilità e propensione degli istituti finanziari a erogare prestiti.²⁹

Questi risultati denotano che per favorire una buona crescita aziendale nel tempo è importante un ambiente economico competitivo che incoraggi sia l'ingresso di nuove società, sia il turnover delle più vecchie.

Inoltre, queste evidenze ci suggeriscono che l'accesso al finanziamento gioca un ruolo preponderante all'interno dell'ambiente economico di un paese e che esso ha un impatto significativo sulla creazione di nuove imprese e sulla loro crescita aziendale.³⁰

La Porta, Lopez, Shleifer e Vishny (1997) hanno dimostrato che l'ambiente legale di un paese, descritto sia dalla legislazione che dalla sua applicazione, influenza la dimensione e l'estensione del mercato finanziario di un paese. Secondo i quattro ricercatori infatti, un buon sistema legale protegge i potenziali investitori dall'espropriazione degli imprenditori e accresce la volontà di raccogliere fondi in cambio di strumenti finanziari. A sostegno della loro tesi, fanno notare che i paesi "civil law", a differenza dei paesi "common law", hanno un sistema legale con minore protezione dei diritti degli investitori e un mercato dei capitali meno sviluppato³¹.

Anche Demirguc-Kunt e Maksimovic (1999) hanno evidenziato quanto un sistema legale efficiente influenzi l'accesso a fondi esterni di finanziamento: nei paesi con sistema legale avanzato, le imprese mediamente contraggono prestiti a lunga scadenza e la struttura societaria del debito è mediamente di lungo termine³².

Sempre rimanendo in tema, Laeven e Woodruff (2003), hanno concluso che un sistema legale efficiente è positivamente associato con la dimensione media societaria di un paese e che lo sviluppo legale ha un impatto più efficace nei settori dominati da imprese individuali, a differenza dei settori formati principalmente da società³³.

²⁹ Johnson, S., McMillan, J., Woodruff, C., *Property rights and finance*, «American Economic Review» Vol.92, Issue 5 (2002), pp. 1335–1356.

³⁰ Beck, Thorsten and Asli Demirgüç-Kunt., *Small and Medium-Size Enterprises. Access to Finance as Growth Constraint*, «Journal of Banking and Finance», No. 30 (2006), pp. 2931-43.

³¹ La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W., *Legal Determinants of External Finance*, «Journal of Finance», No. 52 (1997), pp. 1131-1150.

³² Demirgüç-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic, *Institutions, Financial Markets And Firm Debt Maturity*, «Journal of Financial Economics», vol. 54, issue 3 (1999), pp. 295-336.

³³ Laeven, L., Woodruff, C., *The quality of the legal system and firm size*, «The Review of Economics and Statistics», Vol. 89, Issue 4 (2003), pp. 601-614.

Rajan e Zingales (1998) si sono concentrati sullo sviluppo finanziario, asserendo che esso è un forte sostegno alla crescita economica poiché riduce i costi delle fonti esterne di finanziamento, con effetto positivo sulla crescita delle imprese dipendenti dalle fonti esterne di capitali³⁴.

Della stessa idea anche Love (2003), la quale ha dimostrato come lo sviluppo del sistema finanziario, riducendo l'impatto stringente degli ostacoli al finanziamento, favorisce la crescita economica. Utilizzando un campione di quaranta paesi e l'equazione di Eulero come metodologia di analisi, l'autrice ha stimato un modello per la scelta del corretto investimento verificando che esiste una forte correlazione negativa fra l'estensione dello sviluppo del mercato finanziario e la sensibilità degli investimenti alla disponibilità di fondi interni di finanziamento (indicatore del vincolo al finanziamento)³⁵.

Beck, Demirguc-Kunt, Laeven e Levine (2004) hanno studiato, invece, il differente impatto prodotto da un sistema finanziario sviluppato sulla crescita delle piccole e grandi imprese, calcolando, di conseguenza, anche il sostegno da loro apportato alla crescita economica aggregata³⁶.

Utilizzando un campione di quarantaquattro paesi e trentasei industrie del settore manifatturiero, classificate secondo il numero di lavoratori al loro interno, gli economisti hanno dimostrato che lo sviluppo finanziario, mitigando i vincoli per le piccole imprese, spinge la crescita economica mentre il sottosviluppo è particolarmente dannoso per la crescita delle società con meno di cento impiegati.

L'effetto stringente del sottosviluppo istituzionale era stato evidenziato, in precedenza, anche da Kumar, Rajan e Zingales (1999) che avevano asserito che la dimensione media delle imprese ad alta intensità produttiva, con elevati stipendi e ingenti investimenti in ricerca e sviluppo, è maggiore nei paesi con buona protezione dei diritti di proprietà e i diritti di brevetto³⁷.

Nel saggio "*Financing patterns around the world: Are small firms different*", già esposto in precedenza, i tre economisti, inoltre, hanno valutato l'effetto dello sviluppo finanziario e

³⁴ Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, *Financial dependence and growth*, «American Economic Review», No. 88 (1998), pp. 559-587.

³⁵ Love, I., *Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model*, «Review of Financial Studies», Vol. 16, Issue 3 (2003), pp. 765-791.

³⁶ Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., Levine, R., *Finance, Firm Size and Growth* (November 30, 2004). Consultabile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=628086> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.628086>

³⁷ Kumar, K., Rajan, R., Zingales, L., *What determines firm size?*, «NBER Working Paper», No.7208 (1999).

istituzionale sul finanziamento delle imprese, concludendo che le imprese provenienti da paesi con alto livello di sviluppo istituzionale evidenziano minori vincoli per il finanziamento esterno. Una maggiore protezione dei diritti di proprietà, infatti, aumenta significativamente l'impiego di fonti finanziarie esterne da parte delle piccole imprese, poiché favorisce la propensione delle banche ad erogare prestiti.

Sempre i tre economisti, l'anno successivo, fornendosi di un database formato dalle cento società quotate più capitalizzate di quarantotto paesi, hanno dimostrato che le imprese più grandi si trovano in stati con alto rapporto fra credito privato e prodotto interno lordo.³⁸ Tale rapporto è visto come un ottimo indicatore del grado di sviluppo del settore di intermediazione finanziaria di un paese. I tre hanno anche evidenziato la correlazione positiva, meno robusta rispetto alla precedente, fra la velocità di risoluzione di un conflitto giudiziario e la dimensione societaria media di un paese.

Nell'ambito delle piccole e medie imprese, la storica e fondamentale funzione ricoperta dalle istituzioni finanziarie locali per l'accesso al finanziamento è stata ben analizzata da Cull, Davis, Lamoreaux e Rosenthal (2006)³⁹. I quattro ricercatori, esaminando le fonti finanziarie disponibili per le aziende delle economie del Nord Atlantico durante il diciannovesimo e ventesimo secolo, hanno scoperto che la vasta gamma di istituzioni finanziari locali sono nate per sopperire alle necessità di fondi delle PMI.

Nei paesi anglo-americani, un ruolo chiave era svolto dalle *credit reporting agencies*, ovvero agenzie che acquisivano informazioni sul merito creditizio delle attività commerciali locali, per poi rivenderle alle società o agli intermediari con l'intenzione di finanziare un particolare business.

In Europa, invece, nella prima metà del diciannovesimo secolo, era il notaio la figura di riferimento per il finanziamento delle PMI; essi, infatti, potevano accedere in maniera privilegiata ad informazioni sensibili riguardanti l'attività commerciale e le disponibilità liquide dei propri clienti, cioè avevano la conoscenza necessaria per giudicare la bontà creditizia del debitore e l'abilità del prestatore di sostenere tale rischio⁴⁰.

³⁸ Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., *The influence of financial and legal institutions on firm size*, «Journal of Banking and Finance», Vol. 30, Issue 11 (2006), pp. 2995-3015.

³⁹ Cull, R., Davis, L.E., Lamoreaux, N.R., Rosenthal, J.-L., *Historical financing of small- and medium-size enterprises*, «Journal of Banking and Finance», No.30 (2006), pp. 3017-3042.

⁴⁰ Hoffman, P., Postel-Vinay, G., Rosenthal, J., *Priceless Markets: The Political Economy of Credit in Paris, 1660-1870*, University of Chicago Press, Chicago, 2001.

In Inghilterra, il ruolo marginale dei notai, ha favorito l'espansione del settore bancario: il numero totale di banche nel paese è passato da dodici nel 1750 a trecento nel 1800. Queste erano soprattutto banche partecipate formate da un massimo di sei soci e con evidenti vincoli dimensionali imposti dalla legge. È interessante notare come una buona parte di queste banche fu creata da proprietari di società manifatturiere con lo scopo di finanziare le proprie attività, attraverso prestiti di breve periodo.

In Germania, emerse un'altra tipologia di istituzione locale con la funzione di erogare prestiti alle piccole imprese e agli agricoltori: le cooperative del credito. Formate da piccoli imprenditori, artigiani e agricoltori, oltre al finanziamento dei propri membri, obbligavano questi ultimi a fornire flussi continui di informazioni, con lo scopo di monitoraggio reciproco e rispetto dei termini di pagamento.

È da evidenziare come i governi del Nord Atlantico, pur svolgendo un ruolo marginale nella creazione di queste istituzioni, siano stati permissivi allo loro sviluppo all'interno dell'ambiente economico.

1.1.4. Fonti interne o fonti esterne di finanziamento? Come si finanziano le PMI.

Esistono due principali tipologie di finanziamento per una società: la fonte interna e la fonte esterna. Con finanziamento interno si intende l'utilizzo dei profitti e degli utili aziendali per finanziare i progetti futuri, mentre con finanziamento esterno si indica l'apporto, da parte di soggetti esterni all'impresa, di capitale di rischio o di capitale di debito. Per capitale di rischio si intende l'emissione di nuove partecipazioni, o equity; per capitale di debito si indica l'emissione di titoli di debito o la sottoscrizione di un prestito.

In questo sotto paragrafo descriverò le principali teorie riguardanti la fonte ottima di finanziamento per le piccole e medie imprese.

Un primo tema importante da analizzare è la relazione fra fonte di finanziamento e l'investimento in ricerca e sviluppo per le PMI; uno degli investimenti cruciali per la crescita delle piccole realtà.

Arrow (1962) è stato fra i primi ad argomentare il problema dell'azzardo morale relativo al finanziamento esterno di attività e progetti mediamente più rischiosi, connessi all'innovazione.⁴¹ Secondo l'economista il problema principale, relativo all'investimento in ricerca e sviluppo per le aziende, è il fatto che il risultato finale non può mai essere previsto

⁴¹ Arrow, Kenneth J., *Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention*, «The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors», 1962, pp. 609-625.

dagli input iniziali. Per questo motivo afferma che la fonte ottima di finanziamento per le spese in ricerca e sviluppo è la fonte interna.

Un decennio dopo, Kamien e Schwartz (1978), hanno identificato due ragioni per le quali l'investimento in progetti di ricerca e sviluppo è spesso finanziato tramite fondi interni: la prima è l'insufficienza di garanzie tangibili richieste dagli intermediari finanziari per far fronte ad un possibile insuccesso del progetto, la seconda è legata al fatto che l'impresa possa essere riluttante nel rivelare informazioni dettagliate riguardanti il progetto innovativo - poiché il prestatore esterno potrebbe non mantenere la necessaria riservatezza verso potenziali concorrenti⁴².

Himmelberg e Petersen (1994), attraverso uno studio su un campione di 179 piccole imprese, appartenenti al settore high-tech, hanno osservato che, a causa delle imperfezioni presenti nel mercato dei capitali, la principale determinante della possibilità d'investimento per una piccola impresa high-tech è il finanziamento interno⁴³.

Rimanendo in tema, Guiso (1998) ha evidenziato che a causa del rischio relativo a progetti più innovativi, meno comprensibili dagli intermediari finanziari e con aspettative future e previsioni di cash flow molto incerte (“*high-risk-high-return*”), le imprese high tech finanziano i loro investimenti in R&D quasi totalmente attraverso i proventi e gli utili interni. Guiso ha così definito le società altamente tecnologiche: “*credit-constrained*”⁴⁴.

Czarnitzki e Hotternrott (2009) hanno invece testato il differente impatto dei vincoli al finanziamento sul *capital investment*⁴⁵ e sul *R&D investment* di una piccola e media impresa⁴⁶.

I due ricercatori hanno dimostrato che i vincoli al finanziamento sono più stringenti per le spese in R&D, rispetto all'investimento in asset tangibili, e che esiste una relazione monotona fra il livello stringente di tali ostacoli e la dimensione dell'azienda, per entrambe le tipologie di investimento.

⁴² Kamien, Morton I., and Nancy L. Schwartz, *Self-Financing of an R&D Project*, «American Economic Review», No. 68 (1978), pp. 252-261.

⁴³ L'indicatore convenzionale di un'impresa, volto a stimare l'investimento in ricerca e sviluppo è, infatti, parzialmente sottostimato, a causa dell'esistenza di alti costi di aggiustamento. Per costi di aggiustamento si intendono i costi sostenuti da un'impresa per alterare i propri livelli di output. Quest'ultimi, infatti, non rispondono ai movimenti transitori dei cash flow. Una volta corretto l'indicatore per questa problematica, Himmelberg e Petersen hanno ottenuto le elasticità dei cash flow rispetto agli investimenti in R&D e agli investimenti in immobilizzazioni materiali, rispettivamente pari a 0,670 e 0,822. Himmelberg, C., & Peterson, B., *R&D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries*, «Review of Economics and Statistics», No. 76 (1994), pp. 38-51.

⁴⁴ Guiso L., *High-tech firms and credit rationing*, «Journal of Economic Behavior & Organization», Vol. 35 (1998), pp. 39-59

⁴⁵ Per capital investment si intende l'investimento dei fondi ricevuti per il raggiungimento degli obiettivi aziendali come, per esempio, l'acquisizione di un nuovo macchinario.

⁴⁶ Czarnitzki D., Hotternrott H., *R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms*, «Small Business Economics», Vol. 36, issue 1, 2011, pp. 65-83.

Inoltre, le piccole imprese. affrontano maggiori vincoli nel finanziamento esterno dei propri progetti in ricerca e sviluppo, rispetto alle grandi imprese perché, a differenza delle grandi società, non possono offrire sufficienti garanzie a sostegno del proprio prestito e i fondi interni, specialmente per le PMI, possono essere molto limitati, costringendo queste aziende a finanziare i propri progetti a un livello non ottimale.

Un secondo tema importante da analizzare è il dibattito fra debito ed equity per definire quale sia la fonte ottima esterna di finanziamento delle imprese.

Stiglitz e Weiss (1981) hanno osservato che se è in equilibrio, il mercato dei prestiti, è caratterizzato dal razionamento del credito da parte degli istituti finanziari⁴⁷. Questi ultimi, nella loro attività di erogazione prestiti, sono interessati principalmente a due fattori: il tasso d'interesse e la probabilità di default del debitore. Difatti, chi è disposto a pagare elevati tassi d'interesse è, in media, un soggetto rischioso e quindi ha minori probabilità di ripagare il proprio debito provocando una diminuzione del profitto finale per la banca.

Considerando la difficoltà per un intermediario a realizzare un'ottima attività di “*screening*” fra buoni e cattivi prenditori, l'incremento dei tassi può essere un buon indicatore della “bontà” di un debitore. Tale incremento, infatti, allontana i buoni debitori dalla sottoscrizione di un prestito. Si parla in questo caso di *effetto di selezione avversa*.

Con alti tassi d'interesse la banca può anche incentivare il debitore ad investire in progetti con maggiori rendimenti e perciò più rischiosi, incrementando la probabilità di fallimento del soggetto prenditore e diminuendo le probabilità di ottenere un profitto. Si parla in questo caso di *effetto d'incentivazione*.

Secondo i due economisti, quindi, la naturale fonte di finanziamento di progetti ad alta innovazione deve essere l'equity e non il debito.

Carpenter e Petersen (2002) hanno studiato l'impatto dei vincoli al finanziamento causati dalle imperfezioni nel mercato dei capitali e il finanziamento tramite equity come possibile risoluzione del problema⁴⁸.

Fino ad allora, infatti, la letteratura dedicata allo studio delle imperfezioni di mercato si era focalizzata maggiormente sul finanziamento tramite debito, spesso assumendo che l'emissione

⁴⁷ Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, «American Economic Review», No. 71 (1981), pp. 393-410.

⁴⁸ Carpenter, R., & Petersen, B., *Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing*, «The Economic Journal», No. 112 (2002), pp. 54-72.

di nuove quote societarie fosse una modalità di finanziamento non disponibile o con costi proibitivi.

Il finanziamento tramite new equity, inoltre, ha molti vantaggi rispetto al finanziamento tramite debito perché non sono necessarie garanzie, non si aumenta la probabilità di default del debitore e i rendimenti degli investitori non sono limitati.

Un'altra ragione che ha spinto gli economisti ad affrontare l'argomento è stata la crescita smisurata del numero di emissioni di nuove azioni e di offerte pubbliche iniziali (IPO) nei primi anni duemila.

Utilizzando un campione di più di 2.400 compagnie statunitensi, operanti nel settore high-tech fra il 1981 e il 1998 e con partecipazioni scambiabili al pubblico, Carpenter e Petersen hanno osservato due dinamiche importanti: le società di piccola e media dimensione facevano scarso uso lo scarso utilizzo del finanziamento tramite debito e la scelta di realizzare un'offerta pubblica iniziale ha spesso condotto le piccole compagnie ad una radicale trasformazione dimensionale (tale incremento dimensionale sarebbe stato molto difficile da raggiungere se l'unica fonte di finanziamento esterno fosse stata il debito.).

I due economisti hanno evidenziato, inoltre, che le imprese, una volta entrate nel mercato attraverso l'offerta pubblica iniziale, non proseguono il loro uso massiccio di finanziamento tramite equity. È proprio questo "pattern", a detta loro, la chiave per "rilassare", parzialmente, l'effetto stringente dei vincoli finanziari connessi al debito.

Nell'articolo di Beck, Demirci-Kunt e Maksimovic (2004), pur asserendo che piccole e medie imprese finanziano prevalentemente i loro investimenti attraverso fonti interne, i tre economisti hanno voluto documentare la percentuale di fonti esterne utilizzate, in relazione alla dimensione societaria.⁴⁹ Le fonti esterne prese in considerazione dagli studiosi sono:

- prestiti bancari
- equity
- leasing
- credito all'esportazione
- sviluppo bancario
- finanziamenti informali, cioè prestiti familiari o di amici

⁴⁹ Beck, T., Demirci-Kunt, A., Maksimovic, V., *Financing patterns around the world: Are small firms different?*, «Journal of Financial Economics», Vol. 89, Issue 3, 2008, pp. 467-487.

I risultati dell'indagine, effettuata utilizzando il database del WBES, dimostrano, come prevedibile, che, nel totale, l'utilizzo di fonti esterne da parte delle piccole imprese è inferiore di circa dodici punti percentuali rispetto alle grandi imprese. Rilevante è la differenza, circa undici punti percentuali, dell'impiego di credito bancario tra le grandi aziende e le piccole aziende: 27% rispetto al 15%. Di contro, le piccole imprese fanno uso maggiore del finanziamento informale (Fig. 1.1.4).

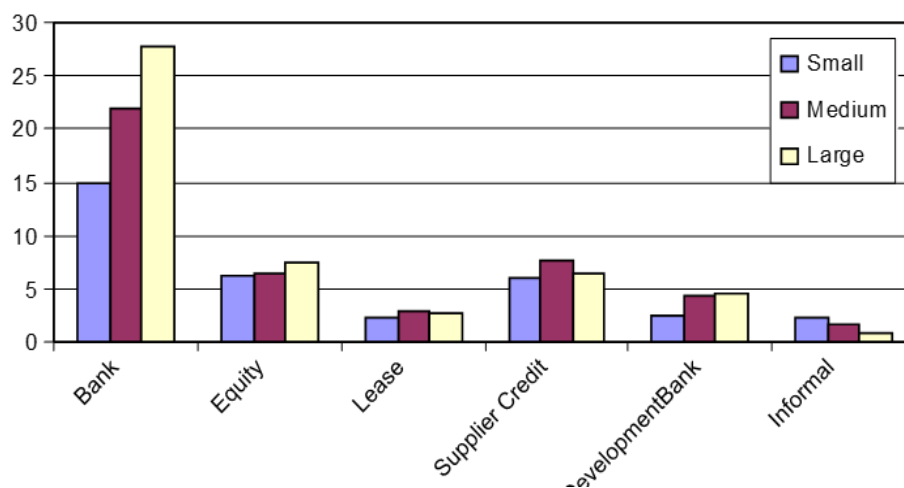


Figura 1.1.4 “La percentuale di fonti esterne utilizzata dalle piccole, medie e grandi imprese per finanziare i propri investimenti”. Studio di Beck, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2004)

Per quanto riguarda le piccole e medie imprese, l'elaborato più completo, riguardante il tema del loro finanziamento esterno è senza dubbio *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle* di Berger e Udell⁵⁰.

Per Berger e Udell, l'ostacolo più grande per il finanziamento esterno delle piccole imprese è l'opacità informativa cioè la difficoltà nel trasmettere in modo credibile la propria qualità, nel costruirsi una buona reputazione commerciale e nel diffondere al pubblico la propria filosofia aziendale. A differenza delle grandi società, infatti, le piccole aziende non hanno contratti visibili pubblicamente o riportati dalla stampa (i contratti stipulati con i propri impiegati, con i propri clienti e con i propri fornitori sono spesso mantenuti in forma privata) e non emettendo azioni scambiabili nel mercato borsistico difettano di una stima continua e aggiornata del proprio valore. Per questi motivi, hanno notevoli difficoltà ad ottenere finanziamenti esterni dagli istituti finanziari.

⁵⁰ Berger, A. and Udell, G.. *The economics of small business Finance: the roles of private equity and debt markets in the Financial growth cycle*, «Journal of Banking and Finance», Vol. 22 (August 1998), pp. 613-673.

Le società più piccole, più giovani e più “opache” fanno quindi affidamento, per la maggior parte, a tre modalità di finanziamento:

l’Initial Insider Finance, cioè i fondi forniti dalla famiglia, da amici o dagli “startup team”, antecedenti alla creazione dell’azienda;

l’Angel Finance o Business Angel, ovvero una persona fisica che si appassiona alla startup, la finanzia e l’aiuta, portando, oltre al capitale, la propria esperienza, conoscenze e contatti⁵¹;

il Trade Credit, cioè il credito commerciale.

L’Initial Insider Finance è solitamente utilizzato nella prima fase di sviluppo aziendale cioè quando l’imprenditore sta ideando il proprio prodotto, concependo la propria idea di business e i principali asset sono quindi beni immateriali.

La fase successiva, denominata “startup stage”, è spesso associata con lo sviluppo del “business plan” ed è caratterizzata da una produzione su piccola scala, accompagnata da una modesta campagna di marketing. È proprio nella startup stage che si crea il bisogno per l’azienda di procurarsi un Business Angel, cioè un investitore facoltoso che può apportare nuovi capitali e nuovi contatti lavorativi in cambio di partecipazioni della società.

Il venture capital giunge, tipicamente, dopo che il prodotto è stato testato con successo e vi è la necessità di finanziare una produzione e una campagna pubblicitaria su larga scala. I “venture capitalists” investono in compagnie che hanno già ricevuto più volte fondi dal/i Business Angel/s. Infatti, la letteratura di finanza aziendale sconsiglia, convenzionalmente, alle banche e agli intermediari finanziari di prestare un capitale alle piccole imprese fino a quando esse non raggiungono un livello di produzione tale da avere beni materiali utilizzabili come garanzia (per fare un esempio, tali beni sono riscontrabili nello stato patrimoniale sotto le voci: “macchinari”, “scorte di magazzino”, “crediti vs clienti”, etc.). La svolta societaria determinante per il passaggio da piccola a media o grande impresa arriverà, solitamente, con l’ingresso nei mercati di capitali attraverso un’offerta pubblica iniziale (non sempre, però, le società riescono a raggiungere questa fase del ciclo di crescita finanziario).

La piccola impresa che si evolve, quindi, seguendo un ciclo di crescita finanziario, mediante il superamento delle proprie difficoltà di finanziamento e delle proprie opportunità di trasformazione strutturale, diminuisce gradualmente il proprio livello di opacità informativa e aumenta la sua probabilità di ottenere finanziamenti esterni da istituti di credito.

⁵¹. Il business angel, a differenza dei fondi di investimento, investe risorse proprie e spesso la sua motivazione non è esclusivamente finanziaria. Startup Business, *Chi è il business angel, come può finanziare la startup, come trovarlo?* <https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/>

Possiamo concludere questa analisi asserendo che la fonte ottimale di finanziamento varia rispetto alla struttura del capitale, all'età e alla dimensione societaria ma, a volte, la scelta tra debito o equity può essere influenzata anche da altri fattori come la decisione di mantenere il controllo societario da parte dall'imprenditore o la volontà di condividere il rischio con investitori più prudenti.

1.2. Il finanziamento delle PMI in Italia e le politiche di sostegno

La Commissione Europea utilizza tre criteri per classificare le micro, piccole, medie e grandi imprese: numero di lavoratori, fatturato annuo e totale di bilancio annuo. La categoria delle micro, piccole e medie imprese è costituita dalle aziende che hanno meno di duecentocinquanta occupati e il cui fatturato annuo non supera i cinquanta milioni di euro, oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i quarantatré milioni di euro (Fig. 1.2).

CATEGORIA	DIPENDENTI		FATTURATO		ATTIVO
Grande impresa	≥ 250	oppure	> € 50 mln	e	>43 € mln
Media impresa	< 250	e	≤ 50 mln	oppure	≤ 43 mln
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10 mln	oppure	≤ 10 mln
Microimpresa	< 10	e	≤ 2 mln	oppure	≤ 2 mln

Figura 1.2 "Rapporto Cerved 2017: Criteri utilizzati dalla Commissione Europea per classificare le imprese"

1.2.1. Una fotografia al settore PMI italiano

Secondo il Rapporto Cerved 2017 sulle PMI⁵², in Italia, in base ai bilanci disponibili di fine 2015, soddisfano i requisiti di PMI 140.362 società, di queste, 115.773 sono piccole e 24.589 sono medie imprese. Le PMI occupano 3,9 milioni di addetti, di questi, 2,1 milioni lavorano in aziende piccole e i restanti 1,8 milioni in aziende di medie dimensioni. Le 140 mila PMI hanno prodotto un giro d'affari di 871 miliardi di euro, un valore aggiunto di 204 miliardi (pari al 12,5% del PIL) e contratto debiti finanziari per 235 miliardi di euro. Rispetto al complesso delle

⁵² Rapporto Cerved PMI 2017, a cura di Fabrizio Balda, Claudio Castelli, Francesca Negri, Lisa Raffi, Guido Romano, Letizia Sampoli e Fabiano Schivardi.

Consultabile al link: http://www.educational.rai.it/materiali/pdf_articoli/39231.pdf

società non finanziarie, pesano per il 37% in termini di fatturato, per il 40% in termini di valore aggiunto, per il 29% in termini di debiti finanziari. Se a queste aggiungiamo i 4,3 milioni di microimprese, con i 7,8 milioni di addetti, le PMI raffigurano la quasi totalità, ovvero tra il 99,4% e il 99,9%, del sistema produttivo italiano.

Grazie ai dati, sopra elencati, è possibile affermare che il settore delle micro, piccole e medie imprese rappresentano la colonna portante dell'economia italiana.

Tale composizione presenta, però, significativi problemi strutturali. Secondo una ricerca dell'OCSE⁵³, infatti, circa il 95% delle aziende italiane contano meno di dieci dipendenti, la percentuale più elevata nell'area dei paesi membri; la numerosità delle microimprese unita a una economia informale sviluppata, entrambe caratterizzate da una bassa produttività, causano la riduzione della produttività aggregata dell'economia italiana. Il fatto che solamente lo 0,5% delle medie imprese è considerata altamente competitiva e che le cosiddette gazzelle, imprese giovani a forte crescita, rappresentano solamente lo 0,2% delle imprese manifatturiere e lo 0,4% di quelle del settore dei servizi, denota evidenti difficoltà nel favorire uno slancio all'economia.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica sul territorio nazionale, sulle 140 mila PMI, circa l'82% operano nelle regioni del centro-nord, in particolare, le regioni del nord-ovest si confermano l'area di maggiore concentrazione. Nella sola Lombardia ha sede un quarto di tutte le PMI italiane, seguita dal Veneto, dall'Emilia Romagna e dal Lazio.

L'Italia, inoltre, sempre secondo l'indagine dell'OCSE, è caratterizzata da un diffuso spirito imprenditoriale. Circa il 50% degli italiani preferirebbe essere imprenditori piuttosto che dipendenti, quasi il 25% della forza lavoro è rappresentata da lavoratori autonomi e a dirigere le piccole imprese sono spesso i giovani. Nonostante ciò, la percentuale della popolazione che avvia un'impresa è inferiore alla media dell'area OCSE.

Per proseguire l'analisi sul settore PMI italiano, attraverso i dati del rapporto Cerved 2017, nel 2016, per il secondo anno consecutivo, il numero di PMI è tornato a crescere, precisamente di 5.062 unità, (+3,6%), per un totale di 145.424 di piccole e medie imprese. L'incremento è dovuto soprattutto al saldo positivo fra crescita e riduzione dimensionale di 2.865 microimprese passate al grado di piccole imprese, ma anche al saldo positivo di 2.197 unità fra creazione di nuove PMI e uscite dal mercato. (Fig. 1.2.1 [1])

⁵³ *OECD Studies and Entrepreneurship, Italy: Key Issues and Policies*, OECD Publishing, 2014.

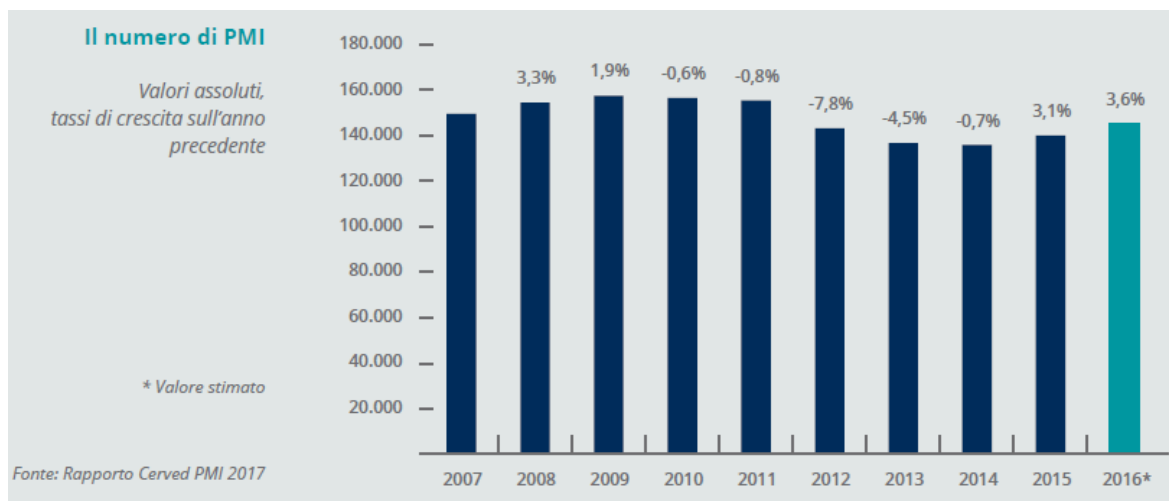


Figura 1.2.1 [1] “Rapporto Cerved 2017: il numero delle PMI italiane”

Anche gli indicatori economico finanziari registrano segni positivi: il fatturato è aumentato del 2,3%, il valore aggiunto del 4,1% e i margini lordi del 3,6%. Tuttavia, il dato più significativo è quello relativo alla propensione all’investimento: nel corso del 2016 le PMI italiane hanno incrementato i propri investimenti, passando dal 6,2% del 2015 al 7,8%, ancora al di sotto, però, dei livelli precrisi. (Fig. 1.2.1 [2])



Figura 1.2.1 [2] “Rapporto Cerved 2017: Andamento degli investimenti delle PMI”

Secondo gli score Cerved, giudizi sintetici del merito creditizio delle imprese, nel 2016 c’è stato un aumento marcato delle PMI appartenenti all’area solvibilità, passate da 63 mila a 71 mila e una forte riduzione del numero di quelle appartenenti all’area rischio, passate da 25 mila a 21 mila.

Il risultato finale mostra che oltre la metà dei bilanci, pari a 50,9%, delle PMI attive sul mercato presenta un profilo economico-finanziario solido, circa un terzo rientra nell'area vulnerabilità e la restante parte in area rischio.

L'area solvibilità è cresciuta di 4,4 punti percentuali rispetto al 2015 e di circa undici se guardiamo al 2007, mentre l'area rischio è diminuita di 3,3 punti percentuali rispetto al 2015 e di circa nove se confrontata all'anno precrisi.

In termini assoluti, se confrontiamo i dati odierni con quelli del 2007, il sistema PMI vanta 12 mila imprese solide in più e 15,7 mila rischiose in meno. (Fig. 1.2.1 [3])

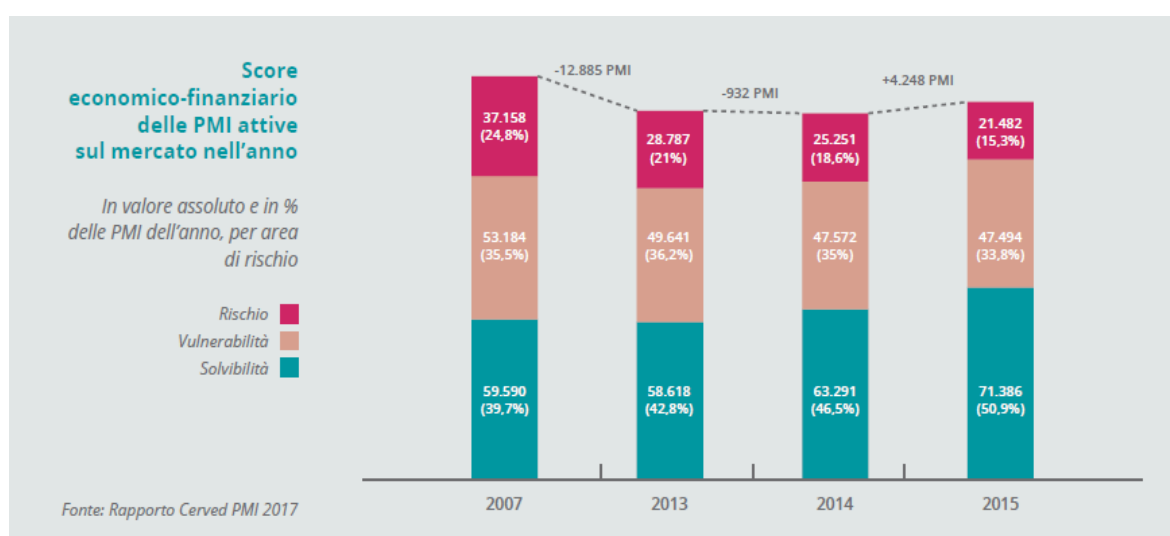


Figura 1.2.1 [3] “Rapporto Cerved 2017: Score economico-finanziario delle PMI attive sul mercato”

1.2.2. Difficoltà di accesso al credito per le PMI italiane

Nonostante i segnali positivi sopracitati, il 2017 per le PMI è stato un anno caratterizzato da un forte “credit crunch”. Secondo l’elaborato del centro studi Unimpresa, le banche italiane hanno erogato meno finanziamenti alle imprese, facendo crollare i presiti di quasi 37 miliardi di euro, passati da 780,1 miliardi a 742,6 miliardi, un calo del 6,34% rispetto all’anno precedente.

A pesare sulla stretta creditizia sono stati i 13 miliardi di euro in meno per i finanziamenti di breve termine, quelli fino ad un anno, scesi da 267,1 miliardi a 254,3 miliardi e i 30 miliardi di euro non liberati per i finanziamenti di lungo periodo, quelli oltre i cinque anni, crollati da 353,2

miliardi a 322,5 miliardi. L'unica nota positiva sono stati i 6 miliardi di euro incrementati per i finanziamenti di medio termine, fino a cinque anni, passati da 159,8 miliardi a 165,7 miliardi.⁵⁴

Riprendendo i dati Cerved, nel 2016, ben 53 mila PMI italiane, cioè il 39% del totale, non ricorrono al capitale bancario per finanziare la propria attività. Se consideriamo imprese “non dipendenti” dal sistema bancario, quelle per cui i prestiti bancari pesano meno del 10% dell'attivo, allora si contano 80 mila PMI, cioè il 59% della totalità.

Sono invece 58 mila le PMI “moderatamente dipendenti” dagli istituti bancari, i cui debiti pesano fra il 10 e il 50% dell'attivo. Per concludere, le imprese “fortemente dipendenti”, i cui finanziamenti pesano più del 50% dell'attivo sono solamente 6 mila, il 4,5% delle PMI.

Secondo il Centro Studi Confimprenditori, le difficoltà di accesso al credito per le imprese, in particolare per le PMI, sono determinate da alcuni fattori: andamento economico generale, andamento della singola impresa, capitale privato, andamento storico del credito e disponibilità delle banche di concedere credito. Nell'articolo si dimostra, attraverso lo studio di tali variabili, che l'accesso al credito rappresenta un grave problema per le imprese italiane, le quali in alcuni casi hanno smesso persino di rivolgersi agli istituti bancari per ottenere prestiti che nessuno sarebbe nelle condizioni di concedere. Se il dato viene letto in chiave europea, la situazione è aggravata dal basso livello di crescita economica che caratterizza il nostro paese da decenni.⁵⁵

Il rapporto fra prestiti bancari e imprese è stato studiato anche da Banca d'Italia nel febbraio 2017. L'analisi econometrica svolta da Bonaccorsi e Finaldi Russo, evidenzia il divario, a parità di numerose caratteristiche aziendali, fra credito erogato alle piccole imprese rispetto a quello prestato alle grandi società.⁵⁶ Il campione preso in considerazione è formato da oltre 260.000 società di capitali, per le quali sono disponibili sia dati di bilancio, sia informazioni sull'esposizione creditizia verso il sistema bancario. Per ogni impresa, la crescita del credito è misurata dal rapporto tra variazione del credito bancario nel 2015 e l'attivo di bilancio del 2014. (Figura 1.2.2 [1])

⁵⁴ Ufficio Stampa Unimpresa, *Banche: Unimpresa, prestiti aziende crollati di 37 miliardi in 2017*, 16/03/2018. <https://www.unimpresa.it/banche-unimpresa-prestiti-aziende-crollati-di-37-miliardi-in-2017/16639>

⁵⁵ *Imprese, quando l'accesso al credito diventa impossibile*, a cura del Centro Studi Confimprenditori, 2017. <https://www.confimprenditori.it/wp2017/wp-content/uploads/2017/05/Accesso-al-credito.pdf>

⁵⁶ Bonaccorsi E. e Finaldi Russo P., *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, «Questioni di Economia e Finanza», No. 371 (2017),

	totale	micro	piccole	medie	grandi
numero di imprese	265,302	197,620	47,458	16,050	4,174
media semplice	-0.1	-0.4	0.5	0.6	0.5
p5	-19.1	-21.2	-13.6	-11.7	-11.2
p25	-4.6	-5.1	-3.5	-2.8	-1.9
mediana	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
p75	3.6	3.4	4.0	3.8	2.8
p95	23.3	25.0	18.2	15.8	13.9

Figura 1.2.2 [1] Elaborazione Banca d'Italia su fonte dati Cerved e Centrale dei rischi "Variazione del credito nel 2015 in rapporto all'attivo, per classe dimensionale"

I risultati dell'analisi dimostrano che fra le numerose caratteristiche aziendali considerate, la fragilità finanziaria è quella che contribuisce maggiormente alla varianza nella crescita dei prestiti spiegata dal modello. Il rischio è la causa rilevante del divario di erogazione di capitali fra microimprese e grandi imprese di oltre il 70% e fra microimprese e PMI di oltre il 40%. Tale risultato riflette la combinazione di due fattori principali: il maggior indebitamento delle microimprese e l'elevata selettività degli istituti finanziari nel concedere prestiti.

Un'altra variabile che influisce sul divario fra PMI e grandi imprese nella concessione di prestito è la composizione settoriale, infatti, le microimprese sono più presenti nei settori produttivi, in cui gli indicatori economici sono momentaneamente al di sotto della media, come per esempio l'edilizia.

Infine, l'analisi mostra che esiste una parte non trascurabile del divario, non spiegata dalle variabili prese in considerazione. Tale componente, secondo i due ricercatori, potrebbe riflettere i fattori di offerta connessi a una minore propensione di alcune banche a finanziarie imprese di piccola dimensione, perché l'affidamento e la gestione dei piccoli fidi incrementa l'incidenza dei costi fissi.

Secondo Cerved, le difficoltà fino ad ora analizzate impediscono una potenziale crescita di oltre 100 miliardi di debiti finanziari per le PMI solide e solvibili. Esistono, infatti, 68 mila PMI che si collocano nell'area di sicurezza o di solvibilità, alle quali è attribuita una probabilità di default a un anno, non superiore al 3,5%. Tra queste, molte hanno la struttura finanziaria adatta per aumentare gli investimenti, incrementando il proprio grado di indebitamento, ma non il grado di rischiosità.

Per quantificare il potenziale indebitamento aggiuntivo esistono in finanza aziendale indici significativi. S&P, per esempio, utilizza il rapporto fra debiti finanziari ed EBITDA, definendo

“minimo” un rapporto inferiore a 1,5, “modesto” un rapporto compreso fra 1,5 e 2, “intermedio” fra 2 e 3, “significativo” tra 3 e 4, “aggressivo” fra 4 e 5, “ad alta leva finanziaria” se superiore a 5.

Delle 68 mila, 52 mila PMI hanno un rapporto fra debiti ed Ebitda inferiore a 2, se aumentiamo i debiti finanziari di queste, l’indebitamento complessivo potrebbe crescere di 103 miliardi di euro. Ciò si tratterebbe di un aumento molto consistente, che corrisponderebbe al 23,9% dell’attivo e che quindi potrebbe incrementare la capacità produttiva delle PMI in modo molto significativo. (Figura 1.2.2 [2])

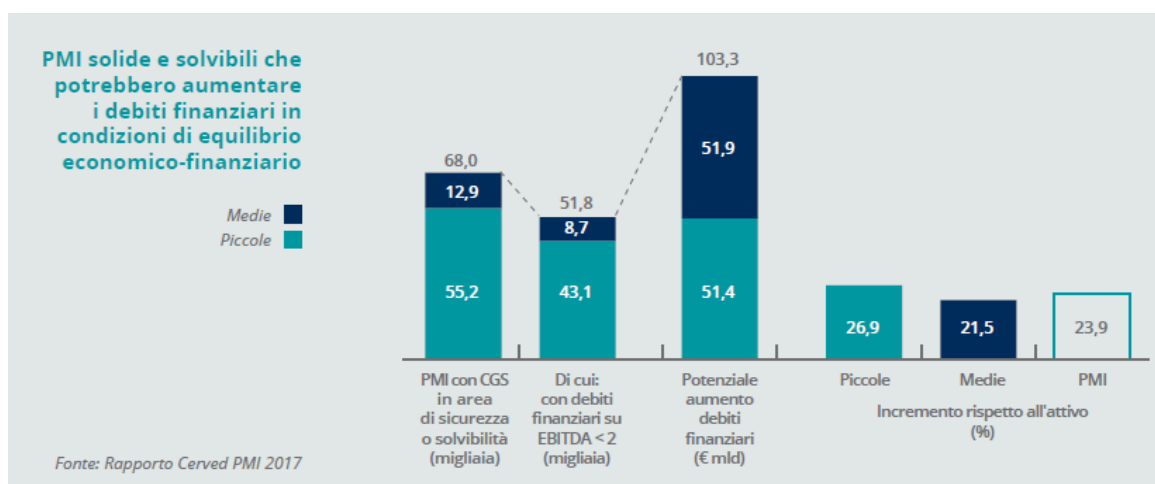


Figura 1.2.2 [2] “Rapporto Cerved 2017: PMI solide e solvibili che potrebbero aumentare i debiti finanziari in condizioni di equilibrio economico-finanziario”

L’insieme di queste PMI è un’opportunità molto interessante per chi volesse offrire finanziamenti, anche perché le piccole imprese pagano il denaro a costi elevati, anche se caratterizzate da un basso rischio di default. Una piccola imprese considerata sana, secondo gli score Cerved ha un costo del credito pari a quello di una media impresa rischiosa e molto più alto rispetto a quello di una grande impresa rischiosa (Figura 1.2.2 [3]).

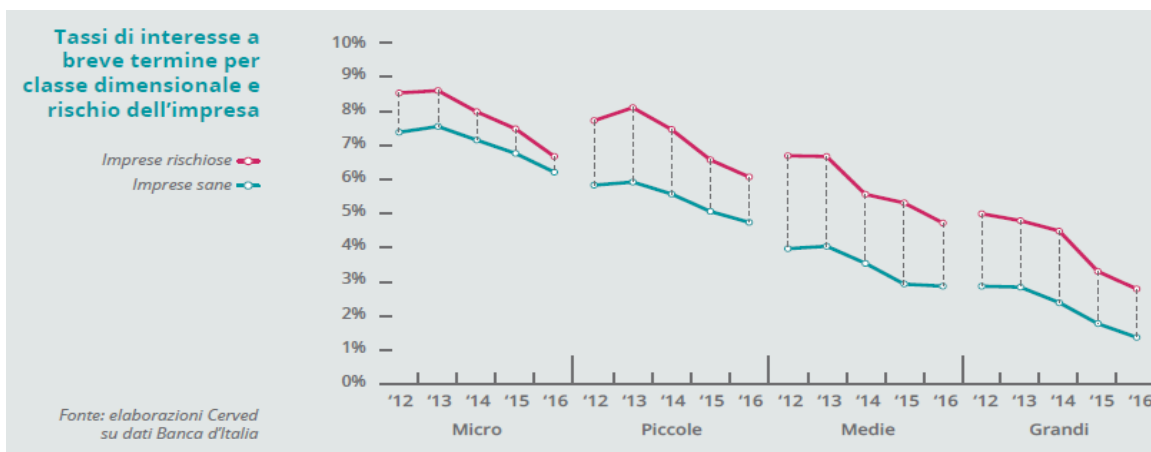


Figura 1.2.2 [3] “Elaborazione Cerved su dati Banca d'Italia: Tassi di interesse a breve termine per classe dimensionale e rischio dell'impresa”

1.2.3. Politiche europee e italiane a sostegno delle PMI

Uno dei principali obiettivi dell'Unione Europea è supportare in vario modo l'economia delle PMI e le forme di sostegno possono essere molto diverse fra loro⁵⁷: dal contributo diretto alla compartecipazione ai costi per la realizzazione di un progetto, al supporto indiretto attraverso prestiti, fondi di garanzia e altri strumenti per favorire l'accesso al credito. I vari fondi messi a disposizione dell'UE si suddividono in quattro categorie principali⁵⁸:

- Finanziamenti diretti: fondi erogati direttamente dall'UE, sulla base di appositi bandi, con l'obiettivo di migliorare l'attuazione delle politiche comunitarie in determinati settori;
- Finanziamenti indiretti: attuati tramite autorità nazionali o regionali degli stati membri, il cui obiettivo è quello di ridurre le disparità fra regioni europee;
- Strumenti per facilitare l'accesso al credito alle imprese forniti dagli intermediari finanziari;
- Opportunità di investimento previste nell'ambito delle politiche di aiuto ai paesi terzi.

⁵⁷ Sito web della Commissione Europea, *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)*: https://ec.europa.eu/growth/smes_en (ultima consultazione 06/01/2019)

⁵⁸ Lucido N. e Renne F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, «Documenti di Ricerca», Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 15/03/2017. Consultabile: https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/filemanager/active/01214/2017_03_15_Le_dinamiche_de_l_credito_alle_PMI_Lucido-Renne-a.pdf?fid=1214

La politica europea e le azioni intraprese per le PMI mirano ad aumentare l'attrattività dell'Europa come luogo in cui avviare un'azienda e svolgere un'attività commerciale.

I principali programmi d'azione adottati dall'UE, per il sostegno alle PMI sono: lo “Small Business Act”, “Horizon 2020” e il programma “COSME”. Il loro obiettivo è aumentare la competitività delle piccole e medie imprese attraverso la ricerca, l'innovazione e la facilitazione dell'accesso al finanziamento.

Lo Small Business Act (SBA) è una completa e ampia iniziativa presentata dalla Commissione nel giugno 2008, la cui funzione è creare un quadro programmatico per la crescita e l'occupazione in favore delle PMI. Lo SBA intende valorizzare le piccole e medie imprese, semplificando il quadro legislativo ed amministrativo dell'Unione Europea e degli Stati membri.⁵⁹

Il Programma Quadro Horizon 2020 relativo al periodo fra il 2014 e il 2020 mira a creare un sostegno migliore e più completo per le attività di ricerca e d'innovazione delle PMI. I Programmi Quadro, di durata settennale, sono il principale strumento con cui l'Unione Europea finanzia la ricerca.⁶⁰

Horizon 2020 unifica in un unico strumento finanziario tre programmi precedenti finalizzati a supportare la ricerca, l'innovazione e lo sviluppo tecnologico: il Settimo Programma Quadro, il Programma Quadro per la Competitività e l'Innovazione e l'Istituto Europeo di Innovazione e Tecnologia. La sua elaborazione è stata avviata nel 2011 e si propone di contribuire, in particolare, alla realizzazione di una società basata sulla conoscenza e sull'innovazione, orientata verso tre grandi priorità: eccellenza scientifica, “leadership” industriale e sfide per la società. Horizon 2020 ha una dotazione finanziaria di quasi 80 miliardi di euro, circa il 30% in più rispetto ai programmi precedenti, fra le principali novità, ci sono regole più semplici di partecipazione al programma per università, aziende ed enti e maggiore focalizzazione sulle sfide che la società si troverà ad affrontare nei prossimi anni, tra cui la salute, l'energia pulita e i trasporti sostenibili.⁶¹

⁵⁹ Ministero dello Sviluppo Economico, Dipartimento per l'impresa e l'internazionalizzazione, Direzione Generale per le piccole e medie imprese e gli enti cooperativi, *Small Business Act: Le iniziative a sostegno delle PMI in Italia e nell'Europa a 27*, Rapporto 2010. Reperibile in formato pdf all'indirizzo:

<http://www.studiocentroveneto.com/DownloadFileUrl.php/FilePosizione=backend@@news@@file_upload@@allegato@@110131152680_rapporto_sba2010.pdf/nomeFile=rapporto_sba2010.pdf>

⁶⁰ Research Italy - Il portale della ricerca italiana, Horizon 2020: <<https://www.researchitaly.it/horizon-2020/#null>>. Il Portale informativo Horizon 2020 è reperibile all'indirizzo:

<<http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/>>

⁶¹ Idem.

Nel dicembre 2013 è stato lanciato il programma per la competitività delle imprese e le piccole e le medie imprese, COSME, per il periodo fra il 2014 e il 2020. Il COSME, con una dotazione di bilancio prevista pari a 2,3 miliardi di euro, mira a incrementare la competitività e la sostenibilità delle imprese europee sui mercati, a incoraggiare una cultura imprenditoriale e a promuovere la creazione e la crescita delle PMI.⁶²

Il programma è suddiviso in quattro azioni chiave: migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, migliorare l'accesso ai mercati, migliorare le condizioni quadro per la competitività e la sostenibilità delle imprese dell'Unione, promuovere l'imprenditorialità. Il finanziamento alle piccole e medie imprese è stato migliorato con l'introduzione di strumenti di capitale proprio e strumenti di capitale di debito. I primi sono rilasciati per investimenti in fase di sviluppo, tramite finanziamenti azionari rimborsabili, principalmente sotto forma di venture capital. I secondi sono erogati attraverso strumenti di garanzia dei prestiti, sono offerte alle PMI garanzie dirette o altre formule di condivisione del rischio, utilizzabili presso gli intermediari finanziari, per crediti fino a 150.000 euro.

Per il supporto delle PMI sui mercati UE ed extra-UE sono stati creati centri specifici e una rete chiamata "Enterprise Europe Network"⁶³, entrambi dedicati all'internazionalizzazione e all'espansione delle imprese europee. La competitività e la sostenibilità delle PMI è stata migliorata attraverso la riduzione degli oneri amministrativi e la creazione di posti di lavoro.

Infine, l'imprenditorialità è sostenuta anche tramite programmi di scambio per i giovani imprenditori, simili ai programmi Erasmus riconosciuti agli studenti universitari europei. Secondo la Commissione, ogni anno il programma dovrebbe aiutare 39.000 imprese a creare o mantenere 29.500 posti di lavoro e a lanciare 900 nuovi prodotti, servizi o processi entro il 2020.⁶⁴

Il quadro politico nazionale è stato rafforzato nel novembre 2011, con l'approvazione in via definitiva dal Parlamento, dello Statuto delle Imprese⁶⁵. Tale atto ha evidenziato il contributo fondamentale alla crescita, all'occupazione e alla prosperità economica, apportato dalle imprese e ha lo scopo di fissare le priorità economico-sociali per le PMI e di identificare i programmi volti a favorire l'imprenditorialità in Italia, applicando in pieno i dieci principi previsti nello

⁶² Sito web della Commissione Europea, *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)/COSME*: < https://ec.europa.eu/growth/smes/cosme_en >

⁶³ Vedesi la sezione dedicate nel sito della Commissione Europea: < <https://een.ec.europa.eu/> >

⁶⁴ Salvi C., *Programmi comunitari: Cosme 2014-2020* < <http://programmicomunitari.formez.it/content/cosme-2014-2020> > (ultimo aggiornamento 12 Giugno 2012).

⁶⁵ Lo Statuto delle Imprese (2011) è reperibile in pdf all'indirizzo:

< <https://www.to.camcom.it/sites/default/files/avviare-impresa/STATUTO%20DELLE%20IMPRESSE.pdf> >

Small Business Act. Il Governo, inoltre, ha nominato un rappresentante nazionale per le PMI, il cui ruolo è la valutazione dell'impatto delle nuove normative introdotte con lo SBA.

Attualmente, il contesto normativo italiano è abbastanza favorevole all'avvio di una attività imprenditoriale: è necessario, in media, un solo giorno per la creazione di un'impresa individuale. Le maggiori difficoltà per l'imprenditore italiano sono affrontate dopo la nascita della propria attività, infatti, i principali ostacoli normativi sono: la tassazione, gli elevati costi del lavoro, non salariale e un contesto sfavorevole all'applicazione dei contratti per le PMI e per i loro investitori.

Il Ministero dello Sviluppo Economico per porre rimedio a tali difficoltà ha creato diversi fondi per facilitare il finanziamento delle piccole e medie imprese incentiva gli investimenti tecnologici e formativi attraverso agevolazioni fiscali.

Il "Fondo di Garanzia per le PMI"⁶⁶, attivo dal 2000, è senza dubbio, una delle misure di finanziamento strutturale di maggior successo del nostro Paese. La sua finalità è quella di favorire l'accesso alle fonti finanziarie delle piccole e medie imprese mediante la concessione di una garanzia pubblica che si affianca e spesso si sostituisce alle garanzie reali portate dalle imprese⁶⁷. Grazie a questo Fondo l'impresa ha la concreta possibilità di ottenere finanziamenti senza garanzie aggiuntive, potendo contare sullo Stato che fa da garante. Secondo le ultime rilevazioni, oltre il 99% delle imprese ha avuto accesso al finanziamento con la copertura del Fondo in assenza della presentazione di garanzie reali. Solo nel 2016, il Fondo di Garanzia ha accolto ben 114.400 richieste di garanzia e, dal 2000 al 2016, sono state oltre 628 mila le operazioni approvate, con un tasso di crescita costante: segno della diffusione sempre più ampia di questo strumento.

Per quanto riguarda l'innovazione tecnologica delle PMI, sono numerose le agevolazioni fiscali, a cui le PMI possono presentare domanda.

*Smart&Start Italia*⁶⁸ è un'agevolazione fiscale, il cui scopo è promuovere, su tutto il territorio nazionale, le condizioni per la diffusione di nuova imprenditorialità e sostenere le politiche di trasferimento tecnologico e di valorizzazione economica dei risultati del sistema della ricerca pubblica e privata. I destinatari del sostegno sono le startup innovative localizzate su tutto il territorio nazionale, iscritte nell'apposita sezione speciale del registro imprese e in possesso di determinati requisiti. Esiste il credito d'imposta del 50% su spese incrementali in

⁶⁶ Sito ufficiale del Fondo di Garanzia < <http://www.fondidigaranzia.it/> >

⁶⁷ Ministero dello Sviluppo Economico, *Fondo di garanzia per le PMI*
< <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-di-garanzia-per-le-pmi?idmenu=3704> >

⁶⁸ Ministero dello Sviluppo Economico, *Sostegno alle startup innovative (Smart & Start)*:
< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/smart-start> >

ricerca e sviluppo, fino a un massimo di 20 milioni l'anno, al fine di stimolare tale spesa per innovare processi e prodotti e garantire la competitività futura delle imprese.⁶⁹

Nel 2014 sono stati introdotti dei voucher per le micro, piccole e medie imprese, finalizzati all'adozione di interventi di digitalizzazione dei processi aziendali e di ammodernamento tecnologico, per un importo non superiore ai 10 mila euro.⁷⁰

Per il supporto e l'incentivazione delle imprese che investono in nuovi beni strumentali, in beni materiali e immateriali funzionali alla trasformazione tecnologica e digitale dei processi produttivi è stato istituito il super e iper-ammortamento.⁷¹

Sul tema dello sviluppo di nuove competenze per il personale e per i manager delle PMI, è nato il credito d'imposta del 40% delle spese relative al personale dipendente impegnato nelle attività di formazione, nel limite massimo di 300 mila euro, il cui obiettivo è stimolare gli investimenti delle imprese nella formazione del personale nelle tecnologie rilevanti per il processo di trasformazione tecnologica e digitale delle imprese.⁷²

Altre agevolazioni fiscali di particolare rilievo, introdotte negli ultimi anni sono: il "Fondo per il credito alle aziende vittime di mancati pagamenti", la misura Beni Strumentali "Nuova Sabatini" e il "Credito d'imposta per la quotazione delle PMI".

Il primo, introdotto con la legge di stabilità del 2016, sostiene le imprese, attraverso la concessione di finanziamenti agevolati, in stato di potenziale crisi di liquidità a causa dei mancati pagamenti per truffa, estorsione, insolvenza fraudolenta e o false comunicazioni sociali da parte delle imprese debtrici imputate.⁷³

La "Nuova Sabatini"⁷⁴, introdotta a marzo 2017, ha l'obiettivo di stimolare gli investimenti per l'acquisto o il leasing di macchinari, attrezzature, impianti ad uso produttivo e hardware, software e tecnologie digitali per l'innovazione. I destinatari del beneficio fiscale sono le micro, piccole e medie imprese, che non versano in stato di difficoltà economica e con sede in uno stato membro dell'UE purché provvedano all'apertura di una sede operativa in Italia.

⁶⁹ Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta R&S*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-r-s> >

⁷⁰ Ministero dello Sviluppo Economico, *Voucher per la digitalizzazione delle Pmi*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/voucher-digitalizzazione> >

⁷¹ Ministero dello Sviluppo Economico, *Iper e Super Ammortamento*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/iper-e-super-ammortamento> >

⁷² Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta formazione 4.0*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-formazione> >

⁷³ Ministero dello Sviluppo Economico, *PMI vittime di mancati pagamenti: al via le domande*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2036327-pmi-vittime-di-mancati-pagamenti-al-via-le-domande> >

⁷⁴ Ministero dello Sviluppo Economico, *Beni strumentali ("Nuova Sabatini")*:

< <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini> >

Infine, con la legge di bilancio 2018⁷⁵, è stata istituita una agevolazione fiscale per le PMI che intendono quotarsi in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo. Queste potranno usufruire di un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di 500.000 euro.

Per concludere l'esposizione delle misure di sostegno nazionali per lo sviluppo delle PMI è necessario sottolineare un ultimo fondo di particolare importanza: Il Piano nazionale per il Sud.⁷⁶ Dall'unità d'Italia ad oggi, una delle principali problematiche italiane è rappresentata dalla differenza di produttività e crescita fra le regioni del nord e le regioni del sud e tale piano offre ingenti finanziamenti per lo sviluppo economico del Mezzogiorno. Le regioni che possono usufruire dei fondi europei sono: Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia.

1.2.4. Strumenti alternativi, al credito bancario, per il finanziamento delle PMI

Ad oggi, come già detto in precedenza, le imprese possono finanziarsi attraverso due canali esterni differenti: il capitale di rischio e il capitale di debito.

In questo sotto-paragrafo proverò ad esporre in modo sintetico le diverse fonti di finanziamento a cui può rivolgersi un'impresa italiana, le loro criticità e il loro impatto sul mercato italiano.

Analizzando il canale di debito, sicuramente i mini-bond sono, per le PMI, lo strumento alternativo migliore al prestito bancario. Introdotti nel nostro ordinamento nel 2012, sono obbligazioni a medio lungo termine o cambiali finanziarie, emesse da società italiane non quotate a favore di soggetti che intendono investire nel progetto di quella impresa. Prevedono, come per le altre obbligazioni, un tasso di interesse remunerato sotto forma di cedola periodica, una data di scadenza ed emissione massima di 500 milioni di euro.

Borsa Italiana ha creato un apposito segmento di mercato telematico, l'ExtraMOT PRO, per regolarne gli scambi fra investitori professionali, attraverso procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose.⁷⁷ La società emittente di mini-bond deve essere un'azienda sana con

⁷⁵ Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI*:

<<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-quotazione-pmi>>

⁷⁶ Il Piano Nazionale per il Sud è reperibile all'indirizzo:

<http://leg16.camera.it/temiap/temi16/Piano%20nazionale%20per%20il%20Sud.pdf>

⁷⁷ L'ExtraMOT PRO e il suo equivalente azionario AIM Italia sono due sistemi multilaterali di negoziazione. Simili ai mercati regolamentati, gli MTF, o "Multilateral Trading Facilities" si differenziano per la diversa

fatturato superiore ai due milioni (per questo è necessario che l'ultimo bilancio sia approvato da una società di revisione), almeno dieci dipendenti e deve essere assistita da uno sponsor o "advisor", cioè un consulente destinato ad affiancare l'azienda nella decisione strategica iniziale, nell'analisi del business plan, dell'information memorandum e nella definizione di tempi e modalità dell'emissione.

La sottoscrizione di mini-bond è riservata a investitori istituzionali professionali ed altri soggetti qualificati: banche, imprese investimento, SGR, SICAV, società di gestione armonizzate, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U.B. e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio della Repubblica.

Secondo le stime di Borsa Italiana, al 31 dicembre 2017, risultavano quotati su ExtraMOT PRO, 201 titoli emessi da 156 imprese, per un valore nominale complessivo di 10,5 miliardi di euro. Il totale delle emissioni di mini-bond censite dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, durante l'anno 2017, risulta essere 170, mentre il totale cumulato a partire dal 2012 è di 467 collocamenti; dicembre 2017 è il mese con il maggior numero di emissioni, ben 56. Per quanto riguarda la tipologia di strumenti finanziari, si tratta nella grande maggioranza dei casi di obbligazioni, ma risultano anche 28 casi di collocamento di cambiali finanziarie, il 6% del campione. Il valore nominale totale raggiunto a fine 2017 è pari a 16,9 miliardi di euro, mentre il flusso relativo al solo 2017 è stato pari a 5,5 miliardi. Se consideriamo solo le emissioni effettuate dalle PMI, il totale scende a 2,9 miliardi, con un contributo nel 2017 di ben 1,4 miliardi di euro⁷⁸ (Fig. 1.2.4 [1]).

gestione che può essere affidata anche a banche o a SIM, a dispetto delle SGM. Inoltre, anche il set informativo a disposizione è meno ampio, non sono, ad esempio, previsti meccanismi di pubblicità relativamente ai maggiori azionisti, al controllo della società e alle operazioni compiute da amministrazioni, sindaci e dirigenti su titoli dell'emittente.

⁷⁸ Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Osservatorio Mini-Bond:4° Report italiano sui Mini-Bond*, Febbraio 2018. Reperibile all'indirizzo:

<<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=446>>

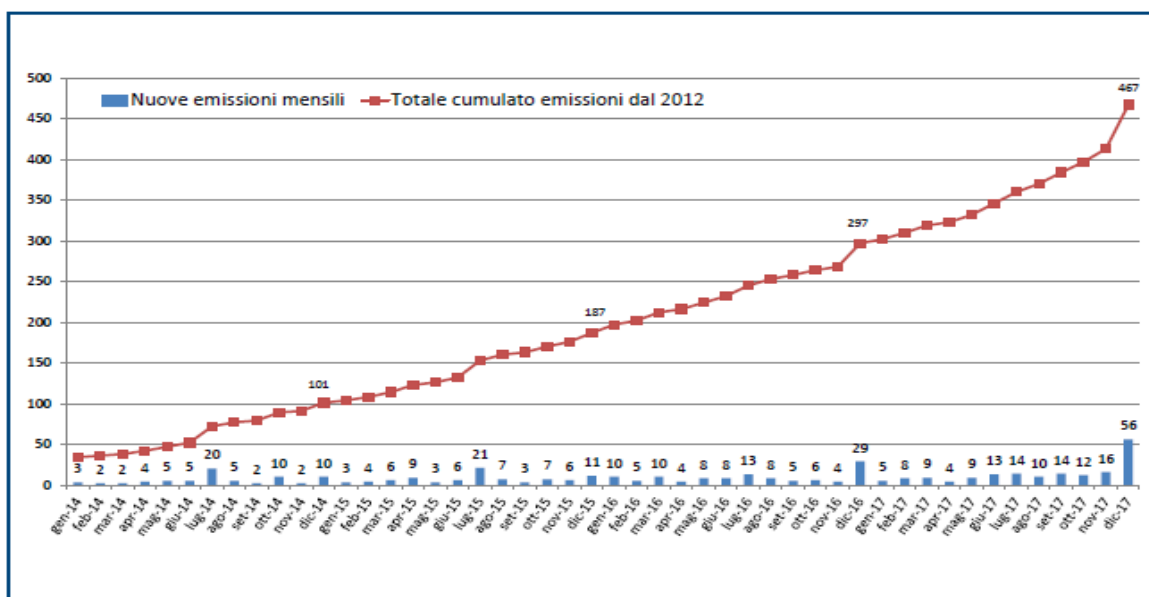


Figura 1.2.4 [1] “Flusso temporale delle emissioni di mini-bond dal 2014 al 2017” dal 4° Report italiano sui Mini-Bond pubblicato dal Politecnico di Milano (2018)

Oltre ai mini-bond, le imprese possono finanziare il proprio debito attraverso il “direct lending”, il canale di finanziamento meno sviluppato e poco conosciuto in Italia, ma con rilevanti opportunità di crescita.

La stima del contributo apportato dal direct lending alla finanza alternativa delle PMI italiane è di circa 20 milioni di euro.⁷⁹ Entrato in vigore con il decreto-legge 18/2016, nel febbraio del 2016, il direct lending è la concessione di finanziamenti alle imprese, attraverso i fondi d’investimento alternativi UE. Questi per svolgere la suddetta attività devono ricevere, entro sessanta giorni dalla richiesta, l’autorizzazione da parte della Banca d’Italia. Inoltre, sono sottoposti agli obblighi informativi da parte del testo unico finanziario, nonché all’applicazione delle norme relative alla disciplina sanzionatoria del testo unico bancario. A beneficiarie di questo nuovo meccanismo di prestito possono essere le micro e piccole imprese, con disponibilità economiche limitate, alle quali è stato respinto il finanziamento dal sistema bancario. L’incontro fra domanda e offerta è realizzato attraverso piattaforme informatiche, in Italia fra le più utilizzate e apprezzate è possibile citare “Epic” e “Borsa del Credito”.

⁷⁹ Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Quaderno Di Ricerca: La Finanza Alternativa Per Le PMI In Italia*, Novembre 2018. Reperibile all’indirizzo: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=477>

Un altro importante strumento di finanziamento alternativo al sistema bancario, è il “crowdfunding”, il quale si inserisce sia nella modalità di finanziamento tramite debito che nel canale di finanziamento tramite capitale di rischio. Per crowdfunding, la cui traduzione letteraria è “finanziamento collettivo”, si intende la raccolta di capitali attraverso la rete Internet. Il finanziamento collettivo può avvenire in diverse modalità: per donazione (“donation crowdfunding”); per ricompensa di natura non monetaria (“reward crowdfunding”); per ricompensa monetaria (“royalty-based crowdfunding”); attraverso il capitale di debito (“lending crowdfunding”); oppure attraverso la sottoscrizione di capitale di rischio (“equity crowdfunding”).

La raccolta totale delle diverse modalità di crowdfunding, in Italia, al 2018, si aggira intorno ai 250 milioni e il lending crowdfunding con i suoi 217 milioni raccolti è il segmento di maggiore spicco.⁸⁰

Le piattaforme di lending crowdfunding sono state regolamentate dal decreto-legge 11/2010, il quale ha sottoposto le piattaforme alla normativa vigente per gli Istituti di Pagamento, dunque sono la vigilanza di Banca d’Italia. Al giugno 2018 risultano operative sul mercato italiano cinque piattaforme di lending crowdfunding aperte alle PMI: “BorsadelCredito.it”, “Lendix”, “Prestacap”, “Housers” e “The Social Lender”.

L’equity crowdfunding, introdotto dal Decreto Sviluppo-bis del 2012 (lo stesso che ha regolamentato i mini-bond) invece, deve essere gestito da imprese di investimento, banche e tutti i soggetti autorizzati, attraverso un portale web specifico. L’attività di equity crowdfunding deve essere autorizzata dalla CONSOB, entro sessanta giorni dalla comunicazione; se decorso il termine, la società non ha ottenuto risposta dall’autorità di vigilanza, vale il silenzio assenso. Al 31 ottobre 2018 in Italia risultano autorizzati dalla CONSOB, trenta portali di equity crowdfunding, di cui ventotto iscritti alla sezione ordinaria e due iscritti alla sezione speciale⁸¹. Il totale della raccolta, invece, ammonta a 33 milioni di euro, di cui 21 solamente nel 2018, registrando un incremento di flusso di capitali del 168% rispetto ai cinque anni precedenti.⁸²

⁸⁰ Monti M., *Cresce in Italia la finanza alternativa: più supporto a non quotate e Pmi*, 12/11/2018. Vedi: <<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-11-01/cresce-italia-finanza-alternativa-piu-supporto-non-quotate-e-pmi-183938.shtml?uuid=AE7wCJSG>>

⁸¹ Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Quaderno Di Ricerca: La Finanza Alternativa Per Le PMI In Italia*, Novembre 2018. Reperibile all’indirizzo: <<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=477>>

⁸² Monti M., *Cresce in Italia la finanza alternativa: più supporto a non quotate e Pmi*, «Il Sole 24 Ore», 12 Novembre 2018. Vedi: <<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-11-01/cresce-italia-finanza-alternativa-piu-supporto-non-quotate-e-pmi-183938.shtml?uuid=AE7wCJSG>>

Oltre all'equity crowdfunding, per le piccole e medie imprese ci sono almeno altri tre importanti canali di finanziamento tramite il capitale di rischio: il "private equity", le SPAC e la quotazione su AIM Italia.

Il private equity è definito come l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, il cui obiettivo è valorizzare l'impresa oggetto d'investimento, al fine della sua dismissione entro un periodo di medio, lungo termine.⁸³ Il private equity può avvenire mediante due distinte modalità di apporto di capitali nella società "target": attraverso l'acquisizione di azioni già esistenti oppure con la sottoscrizione di azioni di nuova emissione. Il canale del private equity racchiude al suo interno diverse tipologie di operatori che si caratterizzano per il "timing" dell'intervento. Infatti, l'apporto di capitale di rischio possiede differente significato a seconda della fase di vita in cui si trova l'azienda.

Si definisce attività di "venture capital", se il finanziamento comprende operazioni di avvio di nuove imprese o sviluppo di aziende già esistenti. In questo caso, l'intervento è solitamente effettuato attraverso l'acquisizione di una quota di minoranza, con un aumento di capitale a servizio e sottoscritto dall'investitore in sovrapprezzo rispetto al valore nominale. In questo modo, si consente all'imprenditore di avere disponibilità finanziarie per realizzare i propri piani e di mantenere autonomia gestionale.⁸⁴ Per contro, l'imprenditore dovrà confrontarsi con soggetti esterni per la fase gestionale e la pianificazione futura.

L'opportunità di ricevere finanziamento da investitori professionali del settore private equity può essere però un vantaggio considerevole per una PMI. Infatti, si presuppone che i capitali apportati da tali investitori siano finalizzati alla creazione di valore, attraverso piano di sviluppo e rafforzamento della struttura societaria e non alla speculazione o al mero guadagno di interessi. Inoltre, il private equity risulta essere vantaggioso nella risoluzione del problema connesso al fenomeno del passaggio generazionale. Con i dati del quaderno di ricerca "La Finanza Alternativa per le PMI in Italia"⁸⁵, si può osservare che negli ultimi cinque anni, la media annuale delle operazioni di private equity registrate è pari a 330, mentre il numero medio delle imprese interessate ogni anno è pari a 260 unità. Il controvalore annuale è intorno ai 4 miliardi di euro, anche se nel 2016 si riscontra un valore anomalo legato ad alcune operazioni di grande dimensione effettuate da soggetti esteri. Le imprese più attraenti sono state quelle

⁸³ AIFI, Associazione italiana del Private Equity, Venture Capital E Private Debt: < <https://www.aifi.it> >

⁸⁴ Gervasoni A., Lanfranchi V., *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, «Quaderni di ricerca sull'artigianato», 2 (2015), pp. 273-298.

⁸⁵ Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Quaderno Di Ricerca: La Finanza Alternativa Per Le PMI In Italia*, Novembre 2018. Reperibile all'indirizzo:
<<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=477>>

facenti parte del settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, del settore dei beni e dei servizi industriali. (Fig 1.2.4 [2])

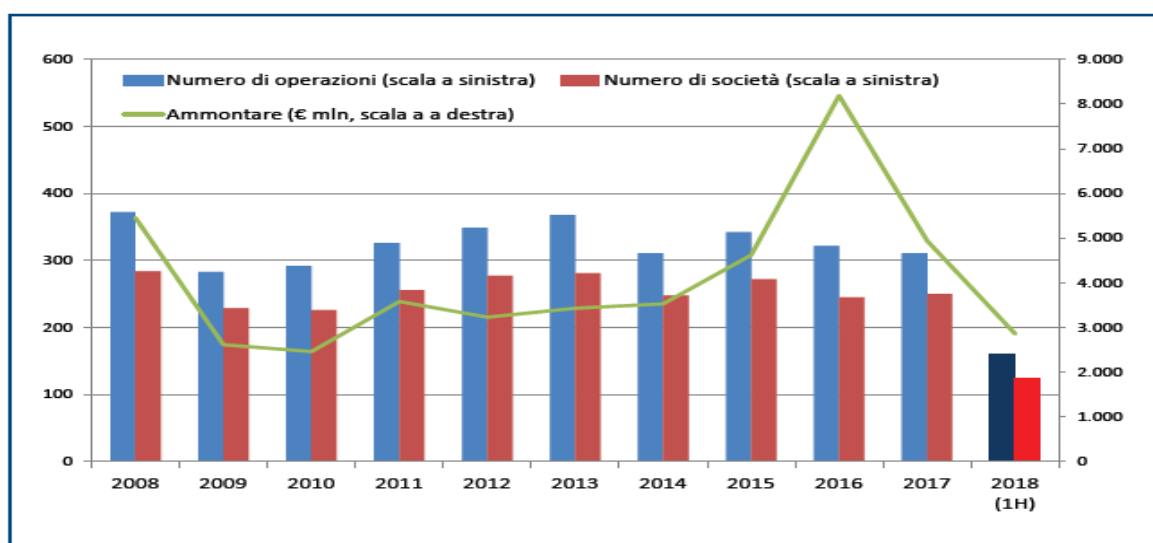


Figura 1.2.4 [2] “Gli investimenti annuali nel capitale di rischio: i dati italiani” Fonte: AIFI.
Rif. Quaderno Di Ricerca: La Finanza Alternativa Per Le PMI In Italia (Politecnico di Milano).

Le SPAC, acronimo di “special purpose acquisition company”, sono veicoli societari d’investimento, nati negli Stati Uniti intorno ai primi anni Novanta. La funzione della SPAC è reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali attraverso un’offerta pubblica iniziale, per poi richiedere la propria quotazione in Borsa e presentare ai potenziali investitori un progetto di investimento, (“Business Combination”), che si manifesta tramite la fusione con una società target non quotata. I fondatori detengono tipicamente una partecipazione fra il 10-20% nella SPAC e ricoprono il ruolo di manager, la loro buona reputazione è fondamentale ai fini del successo dell’operazione. I capitali raccolti con l’IPO vengono depositati in un conto vincolato che è indisponibile agli amministratori senza una delibera dell’assemblea dei soci. La Business Combination deve essere approvata dall’assemblea dei soci della SPAC e nel caso di mancata approvazione, i manager sono tenuti a cercare una nuova società target. Infine, la SPAC ha solamente ventiquattro mesi a disposizione per effettuare la fusione, pena lo scioglimento e liquidazione delle proprie partecipazioni agli azionisti.⁸⁶

⁸⁶ Industrial Stars of Italy, *Cos’è una SPAC* < <http://www.indstars.it/it/pages/cos-una-spac> >

Le fusioni fra le SPAC e società target effettuate nel mercato italiano, dal 2011 al 2018, sono state 12 a fronte di 27 IPO, per oltre 3 miliardi di euro di raccolta.⁸⁷ Le SPAC devono sottostare alle disposizioni del MIV, mercato regolamentato e soggetto alla AIFMD; se le società target con cui si sono fuse verranno successivamente quotate in listini diversi dal MIV, il regolamento da rispettare sarà quello del mercato azionario di destinazione: AIM Italia, MTA o segmento STAR.

Un'altra strada percorribile dall'imprenditore italiano per il finanziamento della propria società, tramite capitale di rischio, è l'accesso al mercato borsistico. L'ostacolo principale di questo canale sono gli ingenti costi correlati al processo di quotazione e i derivanti obblighi informativi e di trasparenza a cui è sottoposta la società.

In aiuto delle PMI, Borsa Italiana ha creato un sistema multilaterale di negoziazione, chiamato AIM Italia, in cui le procedure di quotazione sono più snelle e i costi inferiori. Nato nel 2009, AIM Italia quota attualmente più di cento imprese e nel terzo capitolo sarà dedicato un sotto paragrafo rivolto alla sua analisi.

Come abbiamo visto, gli strumenti alternativi al canale bancario sono molteplici e variegati e possono incidere sulla struttura finanziaria dell'impresa sia attraverso il canale del debito, che dell'equity. È dunque necessario che ogni imprenditore si rivolga a un advisor finanziario qualificato per individuare il canale di finanziamento più conforme alle proprie esigenze di liquidità e alle proprie prospettive future d'investimento.

⁸⁷ Paletta A., *SPAC quotate in Borsa: IPO, azioni, warrant e diritti di assegnazione*, 12/07/2018. <<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2018-07-11/spac-quotate-borsa-ipo-azioni-warrent-e-diritti-assegnazione-101124.php> >

CAPITOLO 2

PIR: un nuovo canale di finanziamento per le PMI italiane

2.1. La regolamentazione giuridica dei piani individuali di risparmio: Legge 232/201

Con la legge 11 dicembre 2016, n. 232, o legge di bilancio per il 2017, sono stati introdotti nel nostro ordinamento i piani individuali di risparmio, per semplicità, chiamati anche PIR. Il legislatore nel Disegno di Legge Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019, presentato il 29 ottobre 2016 alla Camera dei Deputati, ha affermato che l'intervento normativo nasce dall'esigenza di canalizzare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi del nostro sistema imprenditoriale italiano, in modo stabile e duraturo, attraverso un significativo incentivo fiscale:

“L'obiettivo della normativa in esame è, in particolare, quello di indirizzare il risparmio delle famiglie, attualmente concentrato sulla liquidità, verso gli strumenti finanziari di imprese industriali commerciali italiane ed europee radicate sul territorio italiano per le quali maggiore è il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente è l'approvvigionamento mediante il canale bancario”.⁸⁸

I PIR sono regolamentati nell'Art.1, comma 100-114. Di seguito è stato riportato il testo di ogni comma con annessa una breve spiegazione dell'intento del legislatore:

Legge 232/2016. Art.1, Comma 100.

“Non sono soggetti a imposizione i redditi di capitale di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, diversi da quelli relativi a partecipazioni qualificate e i redditi diversi di cui all'articolo 67, comma 1, lettere c-bis), c-ter), c-quater) e c-quinquies), del medesimo testo unico, conseguiti, al di fuori dell'esercizio di impresa commerciale, da persone fisiche residenti nel territorio dello Stato, derivanti dagli investimenti nei piani di risparmio a lungo

⁸⁸ Legge 11 dicembre 2016, n. 232, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana: < <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg> >

termine, con l'esclusione di quelli che concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile. Ai fini del presente comma e dei commi da 101 a 113 del presente articolo si considerano qualificati le partecipazioni e i diritti o titoli di cui alla lettera c) del comma 1 dell'articolo 67 del citato testo unico, tenendo conto anche delle percentuali di partecipazione o di diritti di voto possedute dai familiari della persona fisica di cui al comma 5 dell'articolo 5 del medesimo testo unico e delle società o enti da loro direttamente o indirettamente controllati ai sensi dei numeri 1) e 2) del primo comma dell'articolo 2359 del codice civile.”⁸⁹

Il comma 100 esenta, quindi, da imposizione i redditi derivanti dagli investimenti effettuati in PIR. Tali redditi devono essere conseguiti da persone fisiche residenti in Italia, al di fuori dello svolgimento di attività di impresa commerciale, sono escluse le plusvalenze derivanti da cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 101.

“Il piano di risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro, agli investimenti qualificati indicati al comma 90 del presente articolo, attraverso l'apertura di un rapporto di custodia o amministrazione o di gestione di portafogli o altro stabile rapporto con esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461, o di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, avvalendosi di intermediari abilitati o imprese di assicurazione residenti, ovvero non residenti operanti nel territorio dello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia scelto tra i predetti soggetti. Il rappresentante fiscale adempie negli stessi termini e con le stesse modalità previste per i suindicati soggetti residenti. Il conferimento di valori nel piano di risparmio si considera cessione a titolo oneroso e l'intermediario applica l'imposta secondo le disposizioni del citato articolo 6 del decreto legislativo n. 461 del 1997.”

Il comma 101 definisce un piano individuale di risparmio: il PIR è un contenitore di valore con un limite annuo di 30.000 euro e un limite complessivo di 150.000 euro. Per poterlo creare è necessario un rapporto di custodia, di amministrazione, di gestione di portafogli, di un

⁸⁹ Legge 232/2016, Art 1, comma 100.

rapporto con opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato o di un contratto assicurativo sulla vita o a capitalizzazione. L'intermediario con il quale instaurare tale rapporto deve essere residente o non residente, ma con stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi e con rappresentanza fiscale, nel territorio italiano. Successivamente sarà l'intermediario ad applicare l'imposta sostitutiva sul piano individuale di risparmio.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 102.

“In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo; la predetta quota del 70 per cento deve essere investita per almeno il 30 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Ai fini dei commi da 100 a 113 del presente articolo si presume, senza possibilità di prova contraria, impresa che svolge attività immobiliare quella il cui patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi da quelli alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l'attività di impresa, dagli impianti e dai fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio di impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio di impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui l'impresa svolge l'attività agricola.”

Il comma 102 dispone che i valori contenuti nel piano, per almeno due terzi dell'anno solare siano investiti per almeno il 70% in strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese che svolgono stabilmente la propria attività nel territorio italiano e fiscalmente residenti in un paese UE o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo (Stati SEE). Il 30% della quota del 70%, cioè il 21% del totale del piano, deve essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nel FTSE MIB o in indici equiparabili di altri mercati

regolamentati. Gli strumenti emessi o stipulati con imprese che svolgono attività immobiliare, sono esclusi da questo conteggio.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 103.

“Le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10 per cento del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o stipulati con la stessa controparte o con altra società appartenente al medesimo gruppo dell'emittente o della controparte o in depositi e conti correnti.”

Il comma 103 specifica che il PIR non può contenere quote superiori al 10% dello stesso strumento, o dello stesso emittente, o di società appartenenti allo stesso gruppo, né in liquidità.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 104.

“Sono considerati investimenti qualificati anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio residenti nel territorio dello Stato, ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono per almeno il 70 per cento dell'attivo in strumenti finanziari indicati al comma 102 del presente articolo nel rispetto delle condizioni di cui al comma 103.”

Il comma 104 stabilisce che le quote di OICR “PIR-conformi”, residenti in Italia, in un paese UE o in uno stato aderente all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo, sono strumenti finanziari validi per la composizione del PIR e il rispetto dei vincoli imposti dal legislatore. Con il termine “PIR-conforme” o “PIR-complaint” si indica un investimento che genera rendimenti esenti dalla tassazione ordinaria sui redditi da capitale, attraverso il rispetto dei vincoli e dei divieti imposti dalla normativa sui piani individuali di risparmio.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 105.

“Le somme o valori destinati nel piano non possono essere investiti in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni.”

Il comma 105 non consente, quindi, l'investimento in strumenti finanziari emessi da soggetti non residenti nei territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 106.

“Gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni. In caso di cessione degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento del piano sono soggetti a imposizione secondo le regole ordinarie, unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni, e il relativo versamento deve essere effettuato dai soggetti di cui al comma 101 entro il giorno 16 del secondo mese successivo alla cessione. I soggetti di cui al comma 101 recuperano le imposte dovute attraverso adeguati disinvestimenti o chiedendone la provvista al titolare. In caso di rimborso degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima del quinquennio, il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari indicati ai commi 102 e 104 entro trenta giorni dal rimborso.”

Il comma 106 impone che gli strumenti finanziari investiti nel piano siano detenuti per almeno cinque anni. In caso di cessione prematura, eventuali plusvalenze e interessi sono assoggettati alla tassazione secondo le regole ordinarie, senza incorrere in sanzioni. In caso di rimborso di strumenti finanziari, prima della scadenza dei cinque anni, il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti qualificati entro trenta giorni.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 107.

“Il venire meno delle condizioni di cui ai commi 102, 103 e 104 comporta la decadenza dal beneficio fiscale relativamente ai redditi degli strumenti finanziari detenuti nel piano stesso, diversi da quelli investiti nel medesimo piano nel rispetto delle suddette condizioni per il periodo di tempo indicato al comma 106, e l'obbligo di corrispondere le imposte non pagate, unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni, secondo quanto previsto al comma 106.”

Il comma 107 stabilisce che il mancato rispetto delle condizioni di composizione di un piano individuale di risparmio, comporta la decadenza del beneficio fiscale e l'obbligo di corrispondere le imposte non pagate, unite agli interessi, senza applicazione di sanzioni.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 108.

“Le ritenute alla fonte e le imposte sostitutive eventualmente applicate e non dovute fanno sorgere in capo al titolare del piano il diritto a ricevere una somma corrispondente. I soggetti di cui al comma 101 presso i quali è costituito il piano provvedono al pagamento della predetta somma, computandola in diminuzione dal versamento delle ritenute e delle imposte dovute dai medesimi soggetti. Ai fini del predetto computo non si applicano i limiti di cui all'articolo 1, comma 53, della legge 24 dicembre 2007, n. 244, e di cui all'articolo 34 della legge 23 dicembre 2000, n. 388.”

Il comma 108 prevede l'accredito al possessore del PIR di eventuali imposte applicate e non dovute. Per tali somme non vi è l'applicazione del limite annuale di 250.000 euro per l'utilizzo di crediti d'imposta, né il limite massimo di compensabilità di crediti d'imposta e contributi pari a 700.000 euro.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 109.

“Le minusvalenze, le perdite e i differenziali negativi realizzati mediante cessione a titolo oneroso ovvero rimborso degli strumenti finanziari nei quali è investito il piano sono deducibili dalle plusvalenze, differenziali positivi o proventi realizzati nelle successive operazioni poste in essere nell'ambito del medesimo piano e sottoposti a tassazione ai sensi dei commi 106 e 107 nello stesso periodo d'imposta e nei successivi ma non oltre il quarto. Alla chiusura del piano le minusvalenze, perdite o differenziali negativi possono essere portati in deduzione non oltre il quarto periodo d'imposta successivo a quello del realizzo dalle plusvalenze, proventi e differenziali positivi realizzati nell'ambito di altro rapporto con esercizio dell'opzione ai sensi dell'articolo 6 del decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461, intestato allo stesso titolare del piano, ovvero portati in deduzione ai sensi del comma 5 dell'articolo 68 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917.”

Il comma 109 prevede la deducibilità delle minusvalenze derivanti dall'investimento in PIR sulle plusvalenze del medesimo, entro e non oltre il quarto anno d'imposta successivo a quello del realizzo. Alla chiusura del piano, eventuali minusvalenze, perdite e differenziali negativi possono essere portati in deduzione non oltre il quarto periodo d'imposta successivo a quello

del realizzo nell'ambito di un altro rapporto, di cui sia titolare la medesima persona fisica, con opzione per il regime del risparmio amministrato.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 110.

“In caso di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria omogenea, si considerano ceduti per primi i titoli acquistati per primi e si considera come costo quello medio ponderato dell'anno di acquisto.”

Nel caso di cessione di strumenti finanziari appartenenti alla stessa categoria, il comma 110 dispone che si considerano ceduti prima, gli strumenti acquistati per primi e come costo d'acquisto si utilizza il metodo del costo medio ponderato dell'anno di acquisto.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 111.

“Il trasferimento del piano di risparmio a lungo termine dall'intermediario o dall'impresa di assicurazione presso il quale è stato costituito ad altro soggetto di cui al comma 101 non rileva ai fini del computo dei cinque anni di detenzione degli strumenti finanziari.”

Il trasferimento del piano da un intermediario ad un altro, ai sensi del comma 111, non influisce nel computo dei cinque anni di detenzione minima degli strumenti finanziari.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 112.

“Ciascuna persona fisica di cui al comma 100 non può essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine e ciascun piano di risparmio a lungo termine non può avere più di un titolare. L'intermediario o l'impresa di assicurazione presso il quale è costituito il piano di risparmio a lungo termine, all'atto dell'incarico, acquisisce dal titolare un'autocertificazione con la quale lo stesso dichiara di non essere titolare di un altro piano di risparmio a lungo termine.”

Il comma 112 prevede che ciascuna persona fisica non può aprire più di un piano di risparmio a lungo termine e che ciascun PIR non può avere più di un titolare. Inoltre, all'apertura del piano di risparmio, il titolare deve autocertificare all'intermediario di non essere in possesso di un altro PIR.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 113.

“L'intermediario o l'impresa di assicurazione presso il quale è costituito il piano di risparmio a lungo termine tiene separata evidenza delle somme destinate nel piano in anni differenti.”

L'intermediario, ai sensi del comma 113, predispone un conteggio separato per le somme investite nel piano, in anni differenti.

Legge 232/2016. Art.1, Comma 114.

“Il trasferimento a causa di morte degli strumenti finanziari detenuti nel piano non è soggetto all'imposta sulle successioni e donazioni di cui al testo unico delle disposizioni concernenti l'imposta sulle successioni e donazioni, di cui al decreto legislativo 31 ottobre 1990, n. 346.”

Infine, il comma 114 prevede l'esenzione dall'imposta sulle successioni e donazioni per il trasferimento *mortis causa* degli strumenti finanziari detenuti nel piano.

Dall'analisi della Legge 232/2016 e dei Commi 100-114 deduciamo, quindi, che il PIR è un contenitore di valore sottoposto ad uno speciale regime fiscale, con lo scopo di canalizzare il risparmio delle famiglie italiane verso le imprese con maggiori difficoltà ad ottenere finanziamento. Per la creazione del piano è necessario un requisito soggettivo, essere una persona fisica residente in Italia, mentre per l'agevolazione fiscale è necessario un requisito temporale, infatti gli strumenti che compongono il PIR devono essere detenuti per almeno cinque anni. Il PIR deve rispettare dei vincoli di investimento specifici: per almeno due terzi dell'anno, le somme devono essere composte per il 70% da strumenti finanziari emessi da imprese con stabile organizzazione nel territorio italiano, di cui almeno il 30% non deve essere investito in titoli appartenenti al FTSE MIB o indici equivalenti. La legge, inoltre, ha posto:

- un limite massimo all'entità dell'investimento, 150.000 euro, importo raggiungibile attraverso investimenti annui non superiori a 30.000 euro;
- un limite alla concentrazione, infatti non è possibile investire in quote superiori al 10% di uno stesso strumento o emittente;

- un divieto di investimento per i paesi non collaborativi.

2.1.1. Successive modifiche al testo di legge

Con il decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, coordinato con la legge di conversione 21 giugno 2017, n. 96, sono state apportate modifiche ad alcuni commi sopraelencati⁹⁰. In particolare, nel comma 101 è stato sostituito il rinvio al comma 90 con il comma 102. Il comma 113 è stato riformulato per meglio chiarire l'obbligo, per gli intermediari presso cui è stato aperto il PIR, di separata rendicontazione delle somme destinate nel piano, effettuate in anni differenti.

Un'ulteriore modifica ha riguardato il comma 106: è stato previsto, per il titolare del PIR, il termine di 90 giorni per reinvestire le somme derivanti dal rimborso a scadenza degli strumenti finanziari detenuti nel piano, un termine più ampio rispetto ai 30 giorni precedenti.

Inoltre, è stato consentito l'investimento nei PIR anche agli enti di previdenza obbligatoria e alle forme di previdenza complementare, in misura pari al 5% dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente.

Con l'art.1, comma 80, della legge di bilancio per il 2018⁹¹ è stata ampliata la gamma di strumenti PIR-complaint, includendo anche gli strumenti emessi da imprese che svolgono attività immobiliare:

Legge 205/2017. Art.1, Comma 80.

“All'articolo 1, comma 102, della legge 11 dicembre 2016, n.232, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al primo periodo, le parole: «che svolgono attività diverse da quella immobiliare,» sono soppresse;

⁹⁰ Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50, *Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/04/24/17G00063/sg> >

Legge 21 giugno 2017, n. 96, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, recante disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/06/23/17G00112/sg> >

⁹¹ Legge 27 dicembre 2017, n. 205, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/12/29/17G00222/sg> >

b) i periodi: «Ai fini dei commi da 100 a 113 del presente articolo si presume, senza possibilità di prova contraria, impresa che svolge attività immobiliare quella il cui patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili diversi da quelli alla cui produzione o al cui scambio è effettivamente diretta l'attività di impresa, dagli impianti e dai fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio di impresa. Si considerano direttamente utilizzati nell'esercizio di impresa gli immobili concessi in locazione finanziaria e i terreni su cui l'impresa svolge l'attività agricola» sono soppressi.”

Infine, con la legge di stabilità 2018⁹² sono stati inclusi, fra i redditi di capitali, i proventi derivanti da prestiti erogati tramite piattaforme di “*peer to peer lending*”, gestite da società finanziarie o dagli istituti di pagamento autorizzati dalla Banca d'Italia. Ciò amplia la gamma degli strumenti PIR-complaint.

Con la manovra finanziaria per il 2019⁹³ il legislatore ha introdotto due nuovi vincoli alla composizione della quota qualificata del piano di risparmio di lungo termine: l'investimento per almeno il 5 per cento in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione e l'investimento per almeno il 5 per cento in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato Italiano.

L'obiettivo di tale modifica deriva dalla necessità di far confluire in maniera certa, una piccola percentuale delle risorse PIR alla PMI italiane non quotate nei listini principali di Borsa Italiana:

Legge 145/2018. Art.1, Comma 212

“In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti

⁹² Legge 30 dicembre 2018, n. 145, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/12/31/18G00172/sg> >

⁹³ Idem.

all'Accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo; la predetta quota del 70 per cento deve essere investita per almeno il 5 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, per almeno il 30 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati e per almeno il 5 per cento in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo. Gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di cui al periodo precedente devono essere emessi da piccole e medie imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003.”

Come si evince dal testo di legge, il 5% del 70% della quota qualificata del piano deve essere investita in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione. Il chiaro intento del legislatore è immettere risorse nel segmento AIM Italia ed ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, i due principali MTF, “*multilateral trading facility*”, italiani. Ricordiamo qui che i due segmenti sono dedicati alle piccole e medie imprese italiane che intendono affacciarsi nel mercato, rispettivamente, del capitale di rischio e del capitale di debito, a bassi costi e con procedure più “snelle”. Inoltre, un altro 5% del 70% della quota qualificata deve essere investita in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo.

Successivamente nel comma 213⁹⁴, il legislatore definisce i fondi di Venture Capital come organismi di investimento collettivo del risparmio che destinano almeno il 70 per cento dei capitali raccolti in investimenti in favore di piccole e medie imprese, non quotate, residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati SEE con stabili organizzazioni nel territorio medesimo. Inoltre, i fondi di Venture Capital, qualificati per l'investimento in PIR, devono soddisfare almeno una delle seguenti condizioni:

non hanno operato in alcun mercato;

⁹⁴ Legge 30 dicembre 2018, n. 145, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana: < <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/12/31/18G00172/sg> >

operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale; necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50 per cento del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni.

Infine, con il suddetto testo è stato innalzato dal 5% al 10%, la quota dell'attivo patrimoniale che gli enti di previdenza obbligatoria possono destinare ai piani di risparmio a lungo termine ed è stata aggiunta la tipologia di investimento qualificato riguardante le quote o azioni di Fondi di Venture Capital residenti in Italia o in uno stato membro UE o in un paese SEE con stabili organizzazioni nel territorio italiano.

Affinché tale norma abbia un impatto reale, come specificato dal comma 215, sarà necessario attendere i decreti attuativi, che il Ministro dello sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze dovranno adottare entro centoventi giorni dalla sua data di entrata in vigore. Infatti, dal primo gennaio 2019 chi vorrà emettere dei PIR dovrà sottostare al rispetto dei limiti e delle condizioni posti dai regolamenti europei che dichiarano alcuni aiuti compatibili con il mercato interno. In sostanza, come riportato dal Sole24Ore: “Per non essere obbligati a una preventiva comunicazione a Bruxelles, i nuovi PIR dovranno rispettare le regole Ue sugli aiuti alle piccole e medie imprese per il finanziamento del rischio, nonché quelle sugli aiuti alle piattaforme alternative di negoziazione specializzate nelle piccole e medie imprese”.⁹⁵

2.2. Come investire in un PIR

Per risolvere i dubbi applicativi inerenti alla disciplina dei piani individuali di risparmio e far chiarezza sulle modalità di applicazione della normativa per risparmiatori e operatori del settore PIR, sono stati diffusi due importanti comunicati.

Il 4 ottobre 2017, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha descritto le *Linee Guida per l'applicazione della normativa sui PIR*.⁹⁶ Il 26 febbraio 2018, il comunicato dell'Agenzia delle

⁹⁵ Fontina C., Mobili M., *PIR a rischio aiuti di Stato: Standby in attesa del decreto*, «Il Sole 24 Ore», 3 Gennaio 2019, pag.2. Reperibile:

<<http://www.daily-press.it/ConfartigianatoFvg/PDF/2019/2019-01-03/2019010340940003.pdf>>

⁹⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine: Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017)*, 4 ottobre 2017. Reperibile:

<<http://www.finanze.it/export/sites/finanze/it/.content/Documenti/Varie/LINEE-GUIDA-PIR.pdf>>

Entrate ha risolto alcune criticità emerse nel confronto fra Ministero, Entrate e principali associazioni di categoria.⁹⁷

Nel documento pubblicato dal MEF è esposta la precisa motivazione sottostante all'introduzione di una consistente incentivazione fiscale del risparmio di lungo periodo.

Il legislatore ha chiarito che la normativa in questione è finalizzata verso tre obiettivi principali:

- Offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, indirizzando il risparmio privato dalla liquidità verso forme di investimento più remunerative;
- Aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine, in particolare per le imprese in cui è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente l'approvvigionamento mediante il canale bancario.
- Favorire lo sviluppo dei mercati nazionali.

Inoltre, il legislatore, attraverso l'imposizione di limiti e divieti persegue l'obiettivo di adeguare il livello di rischio insito nell'eccessiva esposizione verso investimenti poco liquidi con il profilo d'investimento del piccolo risparmiatore italiano. Come sottolineato dall'Agenzia delle Entrate, la creazione del piano individuale di risparmio è "il risultato della complessa opera di bilanciamento fra obiettivi di politica economica ed esigenze di tutela del risparmiatore".

2.2.1. Ambito soggettivo

Il primo tema sul quale i due comunicati hanno fatto chiarezza è l'ambito soggettivo, cioè definire i destinatari dell'agevolazione. Dalla normativa si evince che i destinatari sono: persone fisiche, residenti nel territorio dello Stato, che conseguono redditi di natura finanziaria al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale, relativamente a investimenti detenuti, per almeno cinque anni, nell'ambito di un PIR appositamente costituito presso un intermediario abilitato.

⁹⁷ Agenzia delle Entrate, *circolare N.3/E Oggetto: Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)*, 26/02/2018. Reperibile:

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/nsilib/nsi/normativa+e+prassi/circolari/archivio+circolari/circolari+2018/febbraio+2018/circolare+n+3+del+26+02+2018/Circolare+n.+3_E+del+26+febbraio++2018.pdf>

Essere residenti nel territorio italiano è il presupposto per l'applicazione del presente regime fiscale, dunque il trasferimento della residenza all'estero fa venir meno il requisito posto dal legislatore. Nel caso in cui, il titolare del PIR trasferisce la propria residenza fiscale all'estero, può mantenere l'agevolazione per gli strumenti investiti precedentemente al passaggio, se detenuti per almeno cinque anni, mentre gli investimenti effettuati successivamente al cambio di residenza, sono sottoposti alla tassazione ordinaria per i soggetti non residenti. Per questo è necessario che l'investitore, prima di costituire il piano, dichiari all'intermediario, con apposita autocertificazione, di essere residente in Italia, secondo le disposizioni previste dalla relativa normativa fiscale.

La normativa sottolinea che ciascuna persona fisica non può godere di più piani contemporaneamente, inoltre, non è possibile condividere la titolarità del PIR, pertanto resta esclusa la possibilità che tali rapporti siano intestati a più soggetti. Per assicurare il rispetto della prima condizione, la persona fisica deve anche autocertificare di non essere titolare di un altro piano individuale di risparmio. L'unicità nella titolarità del PIR deve sussistere nell'unità di tempo e non con riferimento a tutta la vita dell'investitore, pertanto il legislatore ritiene che chiuso un piano, sia possibile costituirne uno nuovo, anche nel medesimo periodo di imposta.

Non sono posti vincoli all'età per la costituzione di un piano, dunque anche un minore può farsi carico dell'agevolazione. In tal caso, al fine di rispettare il presupposto di unicità del PIR, il genitore, usufruttuario di questo reddito, non deve possedere un piano di risparmio. Infatti, in base a quanto previsto dall'articolo 4 (lettera C) del TUIR:

“I redditi dei beni dei figli minori soggetti all'usufrutto legale dei genitori sono imputati per metà del loro ammontare netto a ciascun genitore. Se vi è un solo genitore o se l'usufrutto legale spetta a un solo genitore i redditi gli sono imputati per l'intero ammontare”.⁹⁸

Il genitore usufruttuario, in sede di costituzione del PIR, deve dichiarare all'intermediario di non essere titolare di un altro piano a lui intestato e di non essere già usufruttuario di redditi che beneficiano dell'agevolazione fiscale in esame. Con riferimento alla cumulabilità della disciplina in esame con gli incentivi fiscali per gli investimenti in startup innovative, si ritiene che le due misure siano tra loro compatibili, di conseguenza l'investitore, persona fisica, può

⁹⁸ TUIR - Testo Unico delle Imposte sui Redditi (DPR 22 dicembre 1986, n. 917) aggiornato con le modifiche da ultimo introdotte dalla L. 27 dicembre 2017, n. 205 e dal D.L. 16 ottobre 2017, n. 148 così come coordinato dalla L. 4 novembre 2017, n. 172. Reperibile al link: <http://www.studiosalerno.net/public/legfiscale/TUIR1-21.htm>

beneficiare cumulativamente di entrambe le agevolazioni. La normativa sulle startup innovative, infatti, ha come oggetto gli investimenti effettuati dai soggetti IRES e IRPEF nel loro capitale sociale.

2.2.2. Ambito oggettivo

Il secondo tema affrontato da entrambi i comunicati è l'ambito oggettivo della normativa. Come previsto dal comma 100 della Legge 232/2016⁹⁹, il regime di non imposizione si applica ai redditi di capitale di cui all'articolo 44 del TUIR e ai redditi diversi di natura finanziaria di cui al successivo articolo 67, comma 1, lettere c-bis), c-ter), c-quater) e c-quinquies), derivanti dagli investimenti qualificati secondo la normativa PIR. In base a tale disposizione, sono esclusi dall'agevolazione fiscale: i redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo del contribuente, i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti da "partecipazioni qualificate" ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del TUIR.

I redditi che concorrono a formare il reddito complessivo del contribuente, sono per loro definizione strumenti finanziari non PIR-conformi. Questi infatti sono proventi derivanti da OICR istituiti in paesi non-SEE, proventi derivanti da OICR non armonizzati, i cui gestori non sono vigilati e utili derivanti da partecipazioni di società residenti nella "black-list". A loro volta, i redditi derivanti da "partecipazioni qualificate" possono essere PIR-conformi. Per questo, l'assenza di "partecipazioni qualificate" deve anch'essa essere attestata in sede di costituzione del PIR. Tale dichiarazione deve contenere, tra l'altro, l'impegno dell'investitore a comunicare tempestivamente eventuale variazione della natura delle proprie partecipazioni.

Nel caso in cui, all'interno del piano vi siano partecipazioni divenute qualificate, esse devono essere escluse dal patrimonio del PIR. Per i dividendi percepiti fino a quel momento, l'esenzione si consolida se la partecipazione è rimasta non qualificata per tutto il periodo, diversamente per i dividendi percepiti dal momento in cui la partecipazione è divenuta qualificata l'agevolazione non può essere più applicata.

Per le medesime ragioni non può fruire dell'esenzione l'eventuale plusvalenza da cessione di "partecipazioni qualificate". Per concludere, l'esclusione appena descritta, si applica nel caso di investimenti effettuati direttamente dalla persona fisica e non anche nel caso di investimenti effettuati tramite OICR o polizze assicurative.

⁹⁹ Legge 11 dicembre 2016, n. 232, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg>

2.2.3. Modalità di costituzione e limiti all'entità dell'investimento in PIR

Dopo aver esaminato ambito oggettivo e soggettivo, i comunicati fanno chiarezza sulle modalità di costituzione del piano. Ai sensi del comma 102 della Legge 232/2016¹⁰⁰, il PIR può essere costituito secondo quattro diverse modalità:

5. un rapporto di custodia o di amministrazione titoli, anche fiduciaria, esercitando l'opzione per l'applicazione del risparmio amministrato;
6. un rapporto di gestione di portafoglio, esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato;
7. stabile rapporto, con un intermediario abilitato esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato, riscontrabile anche in assenza di un formale contratto di custodia, come ad esempio nel caso di deposito virtuale;
8. la stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, che rispettino i requisiti di investimento richiesti dalle norme, in tal caso non è richiesta l'opzione per il regime del risparmio amministrato, non essendo le imprese di assicurazioni tra i soggetti abilitati al suddetto regime.

L'esistenza dello stabile rapporto permette dunque di costituire un PIR mediante la mera sottoscrizione di quote o azioni di un OICR PIR-conforme. Per la sua costituzione è necessario il supporto di un intermediario abilitato all'applicazione del regime del risparmio amministrato, o di un'impresa assicurativa italiana, o di una impresa assicurativa non residente nel territorio italiano, ma che opera in regime di libera prestazione di servizi, con nomina di un rappresentante fiscale in Italia scelto tra i predetti soggetti residenti.

In caso di amministrazione fiduciaria, la costituzione del PIR può essere effettuata direttamente dalla società fiduciaria, che provvederà alla gestione fiscale del PIR, ma può anche essere effettuata da altro intermediario abilitato ad applicare il regime del risparmio amministrato; in tal caso la società fiduciaria si limita a divenire intestataria di un PIR costituito presso altro intermediario che provvederà alla gestione fiscale del PIR stesso.

¹⁰⁰ Legge 11 dicembre 2016, n. 232, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg>

Il comma 101 della Legge 232/2016 stabilisce in 150.000 euro il valore massimo destinabile ad un piano di risparmio, tale cifra è raggiungibile nell'arco di cinque anni, attraverso l'investimento di 30.000 euro all'anno, dunque rispettando il secondo vincolo imposto dal legislatore. Quest'ultimo vincolo consente di destinare importi inferiori a tale soglia, ma il raggiungimento dei 150.000 euro, non potrà essere più raggiunto in cinque anni. E', inoltre, consentito effettuare l'investimento in momenti diversi del medesimo anno, purché entro il limite dei 30.000 euro. Le somme investite devono essere assunte al netto di eventuali oneri sostenuti, mentre in caso di sottoscrizione di un contratto assicurativo, il valore dell'investimento si calcola tramite l'ammontare dei premi versati.

Con riferimento ai redditi derivanti dagli investimenti inseriti nel PIR, percepiti dal titolare del piano, è stato precisato che in caso di reinvestimento, essi sono considerati come nuovi investimenti, pertanto rilevati ai fini della verifica del rispetto dei due limiti. Il medesimo trattamento si applica qualora i predetti redditi rimangono nell'ambito del PIR aumentandone la liquidità e il valore di un ammontare corrispondente.

Per assicurare il rispetto dei suddetti limiti, il comma 113 della Legge 232/2016 stabilisce che l'intermediario o l'impresa di assicurazione presso il quale è costituito il piano, devono conservare separata evidenza delle somme destinate nel piano in anni differenti.

Nel caso invece di investimenti effettuati tramite OICR o imprese di assicurazione, le Linee Guida stabiliscono che i rendimenti non distribuiti, cumulandosi durante l'investimento, non possono essere considerati nuovi investimenti e quindi non rilevano a fini della verifica dei suddetti limiti.

2.2.4. Gli strumenti PIR-conformi e i vincoli di composizione e di concentrazione

Un altro tema di rilievo affrontato sia nelle *Linee Guida*¹⁰¹ del MEF che nella circolare dell'Agenzia delle Entrate è la definizione del perimetro degli strumenti finanziari ammissibili nel piano di risparmio.

La quota del 70% del PIR deve essere composta da investimenti qualificati: 'strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di

¹⁰¹ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine: Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017), 4 ottobre 2017. Reperibile:*

<http://www.finanze.it/export/sites/finanze/it/.content/Documenti/Varie/LINEE-GUIDA-PIR.pdf>

negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono un'attività con stabile organizzazione in Italia e sono residenti nel territorio dello Stato e in Stati membri UE o "SEE".

La restante parte, la cosiddetta quota libera, può essere destinata a investimenti che non hanno le caratteristiche per essere considerati qualificati.

I mezzi di pagamento, quali ad esempio i conti correnti, sebbene non costituiscano strumenti finanziari secondo la definizione del TUF, possono rientrare nella quota libera del PIR.

L'Agenzia delle Entrate, nel febbraio 2018, ha chiarito il nodo operativo riguardante l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati¹⁰². Data la possibilità di conseguire elevati rendimenti a fronte di esborsi quasi nulli, l'inclusione di tali strumenti fra gli investimenti che beneficiano della non imponibilità dell'eventuale reddito potrebbe generare un effetto distorsivo della misura in esame privilegiando tali forme di investimento a svantaggio di quelle in azioni e obbligazioni.

Per questo motivo, per i cosiddetti "PIR fai da te" è vietato l'utilizzo degli strumenti derivati. Tuttavia, nel caso di investimenti effettuati dalla persona fisica, attraverso OICR PIR-conformi, tali strumenti potrebbero essere utilizzati nell'ambito della quota libera, unicamente con lo scopo di "hedging". In questo caso, gli strumenti derivati sono ammissibili nella quota del 30% "personalizzabile" dal gestore. Ad ogni modo, qualora i redditi derivanti dagli strumenti derivati, utilizzati a scopo di hedging, eccedano l'ammontare necessario per la copertura delle perdite degli investimenti qualificati, la parte eccedente tale ammontare non potrà usufruire del regime di non imponibilità previsto nell'ambito dei PIR.

Riprendendo l'analisi degli strumenti finanziari che compongono la quota qualificata, è stato precisato che il requisito di stabile organizzazione, nonché della residenza nei predetti Stati, deve essere certificato ad opera del soggetto emittente dello strumento. Almeno il 30% del valore complessivo della quota obbligatoria deve essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nel FTSE Mib, o indici equivalenti, quali DAX, CAC 40, FTSE 100, IBEX etc. La limitazione alla composizione del piano di risparmio, in investimenti ad elevata liquidità, ha l'evidente finalità di indirizzare almeno una parte del valore complessivo, precisamente il 21%, verso strumenti finanziari emessi da soggetti che hanno maggiori difficoltà ad approvvigionarsi di risorse finanziarie, potenzialmente le PMI.

¹⁰² Agenzia delle Entrate, *circolare N.3/E Oggetto: Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)*, 26/02/2018.

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/nsilib/nsi/normativa+e+prassi/circolari/archivio+circolari/circolari+2018/febbraio+2018/circolare+n+3+del+26+02+2018/Circolare+n.+3+E+del+26+febbraio++2018.pdf>

Inoltre, con la Legge di Bilancio 2019¹⁰³ sono stati introdotti due nuovi vincoli di composizione per la quota qualificata del piano, entrambi pari al 3,5% del suo valore complessivo, da destinare a strumenti emessi da sistemi multilaterali di negoziazione e in Fondi di Venture Capital che investono per il 70% in PMI italiane.

La quota qualificata deve essere mantenuta per almeno i due terzi di ciascun anno solare, vale a dire 243 giorni dell'anno, 244 giorni nel caso di anno bisestile. Se il PIR viene costituito nel corso dell'anno, le predette percentuali devono essere rispettate per almeno i due terzi della frazione di anno solare in cui il piano è istituito. Ai fini della verifica della composizione degli investimenti oggetto del PIR, occorre far riferimento al costo di acquisto del titolo o al valore determinato al momento del conferimento del titolo già in possesso dell'investitore. Nel caso di quote di OICR PIR-conformi, a fini valutativi, è necessario utilizzare il costo di sottoscrizione, mentre le variazioni successive del NAV servono a calcolare le movimentazioni future del piano: cessioni, rimborsi e nuovi investimenti. Le *Linee Guida*¹⁰⁴ precisano che in caso di variazioni nella composizione del FTSE Mib, o analoghi indici esteri, che comportino, nel corso della durata del PIR, l'inserimento nel medesimo indice di società che risultavano escluse all'atto di investimento iniziale, tale variazione è considerata irrilevante al fine della verifica del vincolo di composizione, poiché non dipendente dalla volontà dell'investitore.

In base al comma 103 della Legge 232/2016, non più del 10% del valore del piano deve essere investito in strumenti emessi o stipulati con lo stesso soggetto o con altra società appartenente al medesimo gruppo. Per gruppo si intendono i soggetti italiani ed esteri legati da rapporti di controllo, definiti dalle specifiche norme di settore. Introdotto con lo scopo di creare un portafoglio diversificato, il limite di concentrazione è riferito sia agli investimenti qualificati che non qualificati e sia per le somme detenute in depositi che conti correnti, bancari e postali. Tale limite, come il limite di composizione, deve essere rispettato per almeno i due terzi dell'anno. Infine, il comma 105 della Legge 232/2016 stabilisce che non possono essere destinati nel piano valori investiti in Stati non collaborativi. Per conoscere quali sono i paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni, è necessario consultare la cosiddetta “*white-list*”, individuata nel decreto ministeriale del settembre 1996 e dalle successive

¹⁰³ Legge 30 dicembre 2018, n. 145, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/12/31/18G00172/sg> >

¹⁰⁴ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine: Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017)*, 4 ottobre 2017. Reperibile:

< <http://www.finanze.it/export/sites/finanze/it/.content/Documenti/Varie/LINEE-GUIDA-PIR.pdf> >

modificazioni¹⁰⁵. Il mancato rispetto di questo divieto comporta la decadenza dell'agevolazione.

Un OICR si definisce PIR-conforme se rispetta i vincoli e i divieti sopracitati. Ciò consente alla persona fisica che decide di investire in organismi di investimento collettivo PIR-conformi di soddisfare implicitamente a tali obblighi. Per questo un PIR può essere composto anche esclusivamente da quote del medesimo OICR PIR-complaint. Nel caso in cui, un piano di risparmio sia formato, per esempio da quote di fondi PIR-conformi e altri strumenti finanziari, le prime concorrono al raggiungimento della “soglia qualificata” del piano di risparmio. L'Agazia delle Entrate con la circolare n.3/E chiarisce anche le modalità operative nel caso particolare in cui un OICR investa in altri OICR, i cosiddetti fondi di fondi. Se un OICR investe in OICR PIR-conformi, allora questo è considerato a sua volta PIR-complaint, se invece investe in OICR non PIR-conformi, al fine di verificare il rispetto dei vincoli di composizione, è necessario rilevare le specifiche attività in cui è investito l'attivo di questi ultimi, tramite il meccanismo “*look-through*”. Tale metodo consente di isolare gli investimenti utili al raggiungimento delle soglie minime di investimenti qualificati.

Un'altra modalità d'investimento in PIR è la stipula di un contratto assicurativo sulla vita, polizze di ramo I, ramo III, “multi-ramo”, o la sottoscrizione di un contratto assicurativo di capitalizzazione, polizza di ramo V. In tale ipotesi, le percentuali minime degli investimenti qualificati devono essere verificate con riferimento al contratto assicurativo, il quale dovrà prevedere scelte d'investimento in linea con la normativa in esame. Secondo le *Linee Guida* del MEF, il requisito del periodo di possesso minimo si calcola con riferimento a ciascuno dei premi versati, in base al contratto assicurativo sottoscritto dall'investitore e non in riferimento al momento in cui l'impresa di assicurazione acquisisce, per conto del proprio cliente, gli strumenti finanziari qualificati. In caso di riscatto parziale o totale della polizza, si considerano riscattati per primi i premi versati per primi.

Per concludere, i rendimenti che si cumulano durante l'investimento non possono essere considerati nuovi investimenti e quindi, possono consolidarsi anche oltre i limiti stabiliti dalla normativa PIR (Legge 232/2016). Il valore delle polizze di ramo III può essere collegato a OICR esterni o a fondi interni assicurativi, in tal caso la polizza è PIR-complaint se almeno il 70% dei premi versati a fronte della polizza è investito in OICR PIR-conformi o fondi interni PIR-conformi. Se la quota investita in OICR o fondi PIR-conformi è inferiore al 70% dei premi versati, il vincolo di composizione deve essere rispettato sommando alla predetta quota le

¹⁰⁵ Un elenco aggiornato al 2016 lo si può consultare sul sito Fisco e Tasse:
<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/10236-white-list-elenco-dei-paesi.html>

percentuali di investimenti qualificati di OICR non PIR-conformi. Al fine di verificare il raggiungimento delle quote di investimenti qualificati, il metodo da utilizzare è il sopracitato look-through.

2.2.5. Il requisito temporale dell'investimento, il disinvestimento e il reinvestimento

Il vincolo temporale è l'ultimo requisito essenziale per il soddisfacimento dell'agevolazione fiscale; è necessario, infatti, che gli strumenti finanziari in cui è investito il piano siano detenuti per almeno cinque anni.

Per il legislatore, l'acquisto degli strumenti è considerato effettuato al momento in cui le relative somme sono effettivamente versate. Tale vincolo, vista la genericità della norma 232/2016, riguarda tutti gli strumenti finanziari detenuti nel PIR, dunque sia gli investimenti qualificati che gli investimenti non qualificati. In caso di investimenti indiretti effettuati tramite sottoscrizione di quote di OICR o la stipula di contratti assicurativi, il vincolo di detenzione è riferito esclusivamente all'investitore che deve mantenere la quota dell'OICR o della polizza PIR-conforme, per il periodo minimo previsto.

Il mancato rispetto del vincolo di detenzione comporta la perdita del beneficio fiscale con la ripresa a tassazione, detta "recapture", dei redditi realizzati nel periodo d'investimento e non assoggettati ad imposizione.

Ai fini della verifica del periodo minimo di detenzione, il comma 110 della Legge 232/2016 stabilisce che il metodo da utilizzare, per gli strumenti appartenenti alla stessa categoria omogenea, è il FIFO, "first in first out"; si considerano ceduti per primi i titoli acquistati per primi. Una importante precisazione esposta dall'Agenzia delle Entrate attraverso la circolare n.3/E riguarda la possibilità di utilizzare il criterio del costo medio ponderato complessivo in caso di dismissione degli investimenti, in alternativa al costo medio annuo previsto dal comma 110.

Ai sensi del comma 106 della Legge 232/2016 in caso di rimborso degli strumenti finanziari, prima dei cinque anni, il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari, entro novanta giorni dal rimborso. Per controvalore si intende l'ammontare ricevuto in occasione del rimborso, comprensivo di eventuale plusvalenza o minusvalenza. In questo caso, come precisato nelle *Linee Guida*, il periodo di possesso dello strumento rimborsato si somma a quello dello strumento acquistato. Inoltre, la sostituzione non deve far venir meno il rispetto dei vincoli di composizione e di concentrazione dell'investimento.

In sintesi, se lo strumento finanziario rimborsato è qualificato, si deve reinvestire in uno strumento qualificato, che eredita l'anzianità di quello rimborsato, in caso contrario si attiva il meccanismo di *recapture*; se lo strumento finanziario rimborsato è non qualificato, si può reinvestire sia in uno non qualificato che qualificato, in entrambi i casi, ereditando l'anzianità di quello rimborsato. Il periodo di novanta giorni entro cui effettuare il reinvestimento si somma al periodo di possesso quinquennale.

Dopo aver analizzato il disinvestimento tramite rimborso, i comunicati dell'Agenzia delle Entrate (circolare n.3/E) e del MEF (Linee Guida) hanno fatto chiarezza sul tema del disinvestimento tramite cessione. La cessione, nel caso di maturazione del vincolo di detenzione, non comporta conseguenze fiscali, in quanto il regime di imponibilità si consolida anche relativamente al reddito derivante da cessione. Nel caso di cessione, prima della scadenza dei cinque anni, in generale, comporta la *recapture* dei redditi percepiti in "medio tempore" e quelli realizzati a seguito della cessione, secondo le regole di tassazione ordinarie.

Tuttavia, se il corrispettivo di cessione viene reinvestito entro novanta giorni dalla cessione stessa, il periodo di possesso dello strumento ceduto si somma a quello dello strumento acquistato. In questo caso, valgono le precedenti indicazioni riguardanti il tema del reinvestimento.

Infine, se gli strumenti finanziari oggetto di reinvestimento sono ceduti prima che sia trascorso il periodo minimo di detenzione, le conseguenze derivanti dalla cessione di tali strumenti si verificano sia per i redditi derivanti da questi ultimi strumenti, sia per i redditi derivanti dagli strumenti che sono stati oggetto della prima cessione.

Il versamento di imposte tramite *recapture* è regolato secondo le leggi ordinarie, ma ciò non implica che debbano essere in tutto osservate le procedure ordinarie; fra l'altro, questo sarebbe reso impossibile dalla circostanza che l'imposizione avverrebbe in tempi diversi da quelli previsti ordinariamente. Considerate tali problematiche applicative, il legislatore ritiene che le imposte debbano essere determinate secondo la misura prevista, con riferimento al momento in cui erano dovute secondo un regime ordinario e versate tramite il modello di pagamento F24.

Inoltre, la normativa precisa che gli intermediari sono tenuti a chiedere la provvista al titolare del PIR e nel caso in cui essa non sia corrisposta, di effettuare un "adeguato disinvestimento". Il disinvestimento di strumenti, al fine di corrispondere all'erario le imposte dovute, non comporta il recupero a tassazione dei redditi derivanti dai predetti strumenti, anche se per questi non è ancora maturato il periodo minimo di detenzione. Analogo trattamento si applica anche nel caso di disinvestimento effettuato per il pagamento dell'imposta di bollo. Infine, tale

disinvestimento non consente di effettuare successivi investimenti per importi corrispondenti nel medesimo anno della mancata provvista.

2.2.6. Decadenza, trasferimento, chiusura del piano e ritenute non dovute

Per riassumere quanto detto finora, affinché il proprietario del PIR non perda il beneficio fiscale e incorra nell'obbligo di restituzione delle imposte non pagate, è necessario che siano rispettate tre condizioni principali:

4. Il vincolo di composizione, sia in termini quantitativi, 70% strumenti qualificati e 30% strumenti non qualificati, che temporali, per almeno i due terzi dell'anno;
5. Il vincolo di concentrazione, non più del 10% in strumenti rilasciati dallo stesso emittente o gruppo, compresi i depositi e la liquidità, non le quote di OICR PIR-conformi, per almeno due terzi dell'anno;
6. Il vincolo di non investimento in strumenti emessi o stipulati con soggetti residenti in paesi o territori diversi da quelli inclusi nella white-list.

Il comma 111 della Legge 232/2016 dispone che il trasferimento del PIR dall'intermediario presso cui è stato costituito ad un altro intermediario autorizzato, non comporta la decadenza del beneficio fiscale, ma esso deve essere intestato al medesimo titolare. Il legislatore non ha stabilito una durata massima del PIR che, pertanto può coincidere con la durata della vita del titolare. Diverse però sono le circostanze che possono comportarne la chiusura:

- La perdita della residenza fiscale in Italia;
- La richiesta di rimborso totale degli strumenti finanziari oggetto del piano;
- Il trasferimento degli strumenti in un rapporto che non abbia le caratteristiche del piano individuale di risparmio;
- La chiusura a seguito di decesso.

La chiusura del PIR non prevede la decadenza dell'agevolazione relativa agli investimenti detenuti nel piano, che hanno maturato il periodo minimo di detenzione, mentre per gli altri strumenti, detenuti da meno di cinque anni, si attiva il meccanismo di *recapture*.

Il comma 108 della Legge 232/2016 prevede che le ritenute alla fonte e le imposte sostitutive eventualmente applicate e non dovute sui redditi derivanti da investimenti facenti parte del PIR,

fanno sorgere in capo al titolare del piano il diritto a ricevere una somma corrispondente. Gli intermediari abilitati e le imprese di assicurazione gestori dei PIR provvedono al pagamento di tale somma, computandola in diminuzione dal versamento delle ritenute e delle imposte dovute dai medesimi soggetti. Queste, inoltre, sono compensabili con quelle dovute esclusivamente nella delega del pagamento F24.

2.3. Benefici e criticità di un PIR

Dopo i primi due paragrafi del capitolo strettamente descrittivi, ritengo necessario stimare, dal punto di vista operativo, la convenienza, per un investitore, a istituire un piano di risparmio e successivamente esporre le principali criticità connesse a tale strumento.

2.3.1. Vantaggi di un investimento in PIR

Riprendendo quanto osservato in precedenza, il valore di un PIR non può superare complessivamente il limite di 150.000 euro complessivo e il limite di 30.000 euro annui, tuttavia è stato precisato che i rendimenti non distribuiti, derivanti dall'investimento tramite OICR o imprese di assicurazione, si cumulano durante tutto l'arco temporale del piano, permettendo di superare i suddetti vincoli. Nell'analisi che vi proporrò, saranno osservati i benefici economici di entrambe le modalità d'investimento: tramite OICR o contratto assicurativo e tramite portafoglio titoli.

Assumendo che l'investitore raggiunga dopo cinque anni il limite di 150.000 euro, prefissato dalla normativa, tramite l'investimento massimo di 30.000 euro all'anno e che non vi siano costi commissionali per il titolare del piano, le uniche due variabili che controllerò sono: l'orizzonte temporale e il rendimento medio annuo dell'investimento. Assumo inoltre, che per tutto l'arco temporale del piano siano rispettate le condizioni di non decadenza dell'agevolazione fiscale e conseguente recapture delle ritenute fiscali sui proventi realizzati.

Ipotizzando un investimento tramite OICR o contratto assicurativo e un rendimento medio annuo del piano del 3%, dopo dieci anni l'utile atteso sarebbe pari a circa 40.182 euro e il risparmio conseguibile in termini fiscali pari a 11.291 euro di tasse, circa il 7,53% del capitale investito. Nel grafico sottostante (Fig. 2.3.1 [1]) è possibile osservare il rendimento di un piano di risparmio, confrontato al rendimento di un portafoglio titoli, in cui è stata investita la stessa

quantità di denaro, ma soggetto a una tassazione sui proventi del 26%, in altre parole, il suo rendimento annuo è del 2,22%.¹⁰⁶

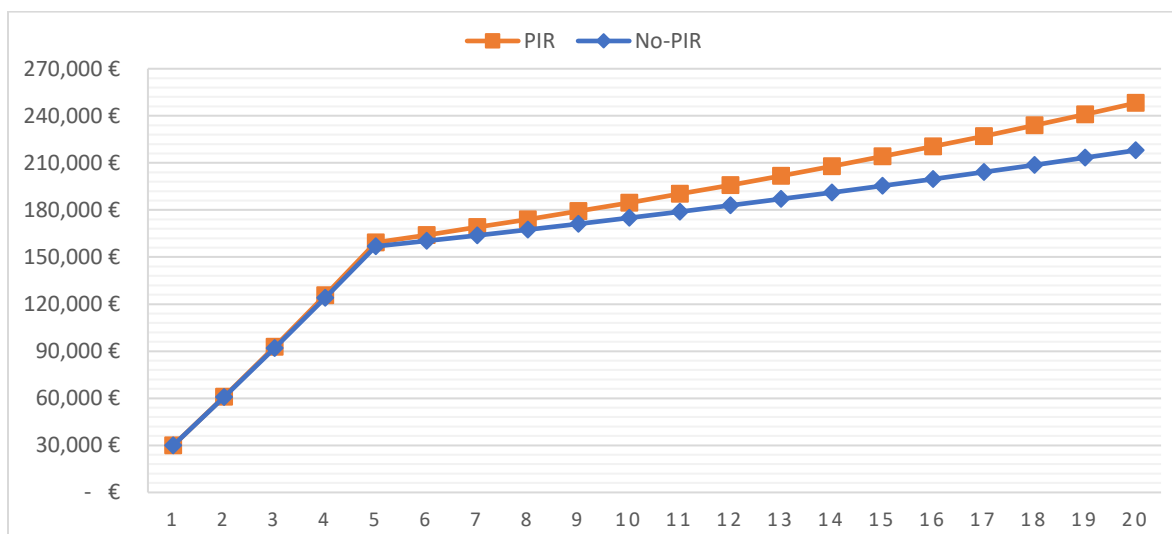


Figura 2.3.1 [1] “Rendimento di un piano di risparmio, confrontato al rendimento di un portafoglio titoli, soggetto a una tassazione sui proventi del 26%, entrambi a capitalizzazione dei proventi”

È doveroso precisare che non tutti i proventi finanziari subiscono un'imposizione del 26%, per esempio i rendimenti dei titoli di stato italiani e degli stati appartenenti alla white-list sono soggetti ad una ritenuta fiscale del 12,5%. In questo esempio, assumo perciò che nella quota libera del 30% non siano presenti titoli di stato con le suddette caratteristiche.

Nella tabella successiva (Fig. 2.3.1 [2]) sono riportati i valori annuali di un PIR e il suo equivalente portafoglio no-PIR, mentre nella colonna finale si quantifica il profitto aggiuntivo di un fondo PIR in percentuale al capitale versato, pari a 150.000 euro dall'anno “5”. Più precisamente, nelle prime scadenze quattro scadenze la differenza di rendimento è rapportata con 30.000 euro il primo anno, 60.000 euro il secondo, 90.000 euro il terzo e 120.000 euro il quarto, cioè il capitale massimo investibile.

Anno	Valore PIR	Valore No-PIR	Differenza	% su capitale investito
1	60.900	60.666	234	0,78%
2	92.727	92.013	714	1,19%
3	125.509	124.055	1.453	1,61%
4	159.274	156.810	2.465	2,05%
5	164.052	160.291	3.762	2,51%
6	168.974	163.849	5.125	3,42%

¹⁰⁶ $3\% * (1 - 26\%) = 2,22\%$

7	174.043	167.487	6.557	4,37%
8	179.264	171.205	8.060	5,37%
9	184.642	175.006	9.637	6,42%
10	190.182	178.891	11.291	7,53%
15	220.473	199.649	20.824	13,88%
20	255.588	222.816	32.772	21,85%

Figura 2.3.1 [2] “I valori annuali di un PIR e il suo equivalente portafoglio no-PIR, e il profitto aggiuntivo di un fondo PIR in percentuale al capitale versato, entrambi a capitalizzazione dei proventi”

Ipotizzando invece l’investimento in PIR tramite gestione diretta e rendimento annuale del 3%, dopo dieci anni l’utile atteso sarebbe pari a 37.544 euro e il risparmio conseguibile in termini fiscali pari a 10.151 euro, circa il 7,20% del capitale investito, in questo caso non più 150.000 euro ma solamente 141.000.

La normativa infatti, prevede che i redditi derivanti dagli strumenti finanziari inseriti nel PIR, se reinvestiti nel piano, sono considerati come “nuovi” investimenti, che pertanto rileveranno ai fini della verifica del rispetto dei sopracitati vincoli di entità. In particolare, se all’anno “0” l’investitore apporta 30.000 euro nel piano, assumendo un rendimento del 3%, l’anno successivo, i proventi derivanti dall’investimento sono pari a 900 euro. Per rispettare il vincolo dei 30.000 euro annui, tale investitore può aggiungere al piano solo 29.100 euro nell’anno “1”.

Se ripetiamo questa operazione fino al quinto anno, otteniamo un PIR con valore di 150.000 euro, nel quale il capitale “nuovo” aggiunto dal titolare del piano è in totale pari a 141.000 euro. Infatti, date queste ipotesi, l’investitore dovrà aggiungere 28.200 euro di “nuovo” capitale nell’anno “2”, 27.300 nell’anno “3” e infine 26.400 euro nell’anno “4”.

Con la stessa cifra, un portafoglio No-PIR, dunque con rendimento del 2,22% annuo, raggiunge il valore di 147.607 euro. Non potendo reinvestire i proventi derivanti dal piano nello stesso, dal quinto anno fino al ventesimo, il rendimento fisso del PIR è di 4.500 euro, mentre il rendimento fisso del portafoglio No-PIR è di 3.277 euro. L’extra-rendimento annuale derivante dal piano individuale di risparmio è di 1.223 euro.

Per considerare il reale vantaggio economico di questo extra-rendimento, ho assunto che sia i 4.500 euro che i 3.277 euro siano investiti al tasso d’interesse annuo del 2,22%, il 3% lordo al netto di una imposta ordinaria sui proventi finanziari del 26%, poiché entrambi non rientrano nell’agevolazione fiscale dei PIR. Questi risultati sono mostrati nel grafico sottostante (Fig. 2.3.1 [3])

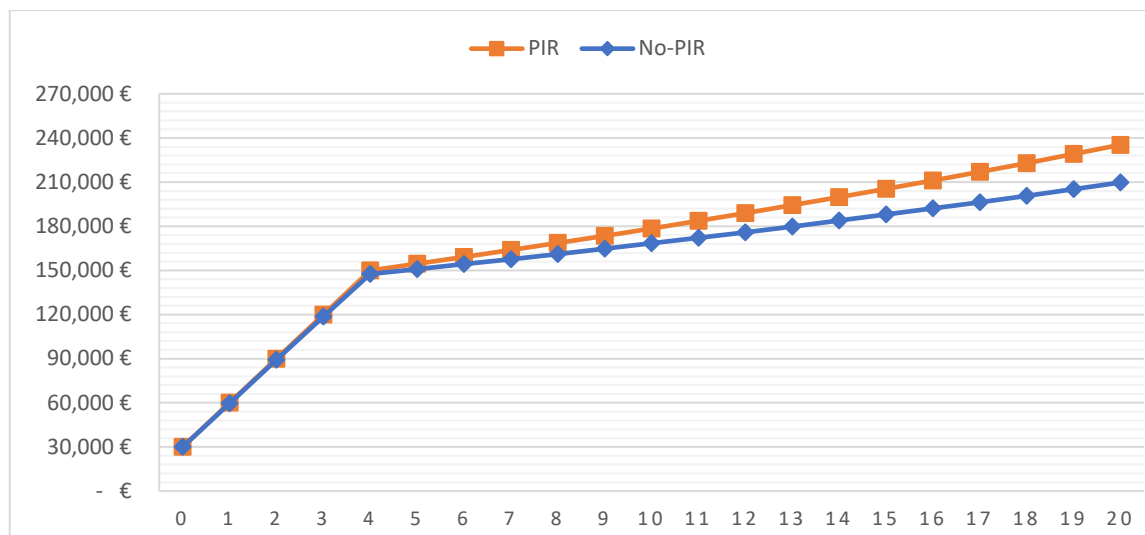


Figura 2.3.1 [3] “Rendimento di un piano di risparmio, confrontato al rendimento di un portafoglio titoli, soggetto a una tassazione sui proventi del 26%, entrambi senza capitalizzazione dei proventi”

Come per il caso precedente, la tabella sottostante (Fig. 2.3.1 [4]) riporta i dati numerici della presente modalità d’investimento in PIR. Nel dettaglio, la differenza di valore fra portafoglio PIR e no-PIR è rapportata al primo anno con 30.000 euro, al secondo con 59.100, al terzo con 87.300, al quarto con 114.600, mentre dal quinto in poi, come già evidenziato, il capitale totale investito è pari a 141.000 euro.

Anno	Valore PIR	Valore No-PIR	Differenza	% su capitale investito
1	60.000	59.766	234	0,78%
2	90.000	89.293	707	1,20%
3	120.000	118.575	1.425	1,63%
4	150.000	147.607	2.393	2,09%
5	159.100	150.884	3.616	2,56%
6	163.802	154.234	4.866	3,45%
7	168.608	157.658	6.144	4,36%
8	173.521	161.158	7.450	5,28%
9	178.544	164.736	8.786	6,23%
10	183.677	168.393	10.151	7,20%
15	205.377	187.933	17.444	12,37%
20	235.325	209.741	25.584	18,14%

Figura 2.3.1 [4] “I valori annuali di un PIR e il suo equivalente portafoglio no-PIR, e il profitto aggiuntivo di un fondo PIR in percentuale al capitale versato, entrambi senza capitalizzazione dei proventi”

Il beneficio economico derivante dall’agevolazione fiscale è tra il 18% e il 21% del capitale investito, in un arco temporale di venti anni. Pare dunque evidente il vantaggio ottenibile da un risparmiatore italiano nell’istituzione di un piano di risparmio.

Questo esempio, però, non prende in considerazione i costi collegati alla sua gestione e il rischio connesso ad un portafoglio poco diversificato e sovraesposto in società italiane. Inoltre, la quota di strumenti non FTSE-Mib potrebbe essere caratterizzata da asset poco liquidi e molto volatili, perciò non adatti alla clientela “*retail*”.

È necessario perciò fare attenzione ed essere ben informati prima della sottoscrizione del piano di risparmio, ma è bene ricordare che l’istituzione di PIR è una sorta di “patriottismo economico”.¹⁰⁷

Se da un lato è stata analizzata la possibile convenienza di un residente italiano ad investire in PIR, dall’ottica dell’imprenditore, la normativa ha la funzione di stimolare l’immissione di risorse finanziarie nell’economia reale, in particolare supportando le PMI. Infatti, il vincolo di destinare il 21% delle risorse del piano a società non FTSE-Mib ha lo scopo di far confluire i risparmi delle famiglie italiane verso le aziende con minore capitalizzazione, come per esempio, quelle quotate nel segmento AIM Italia.

Secondo il documento di ricerca di Fondazione Nazionale dei commercialisti: “Tale previsione può costituire anche un incentivo alla quotazione per le imprese, generando un trend virtuoso che le conduca alla ricerca di nuovi capitali privilegiando, grazie alla quotazione su mercati ad hoc, il ricorso a strumenti di equity rispetto all’indebitamento, contribuendo in tal modo anche al rafforzamento della struttura patrimoniale delle PMI italiane”.¹⁰⁸

Un altro piccolo vantaggio legato al tema PIR è certamente, in via indiretta, l’insegnamento al cittadino italiano di nozioni base in materia finanziaria, fra le quali, per esempio: “l’investimento in Borsa richiede un’ottica di medio-lungo termine”. Il fatto che i PIR incentivino l’investimento in un’ottica almeno quinquennale, permette sia alle imprese di poter contare in fondi stabili, sia al risparmiatore di evitare pericolosi disinvestimenti nel breve periodo.¹⁰⁹ Infine, è bene ricordare che secondo la “*Global Financial Literacy Survey*” di Standard & Poor’s Ratings Services, diffusa nel 2015, solo il 37% degli italiani conosce almeno tre concetti fra inflazione, tasso di interesse, capitalizzazione composta e diversificazione del rischio, contro una media UE del 52%. Una distanza abissale se confrontata con la stima del 67% della popolazione inglese o del 57% dei cittadini statunitensi (Fig. 2.3.1 [5]).¹¹⁰

¹⁰⁷ Longo M., *Investire in Pir: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, 09/11/2017.

< https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-11-08/investire-pir-come-fare-quando-conviene-e-possibili-rischi-202545.shtml?uuid=AEVjoA7C&refresh_ce=1 >

¹⁰⁸ De Luca R. e Lucido N., *I piani individuali di risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, «Documenti di ricerca», 12 marzo 2018. Reperibile sul sito della Fondazione Nazionale dei Commercialisti:

< <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/1284> >

¹⁰⁹ Longo M., Id.

¹¹⁰ Banca Mediolanum – Family Banker Blog, *Educazione finanziaria: a che punto siamo in Italia?* <https://www.familybanker.it/blog/educazione-finanziaria-a-che-punto-siamo/>

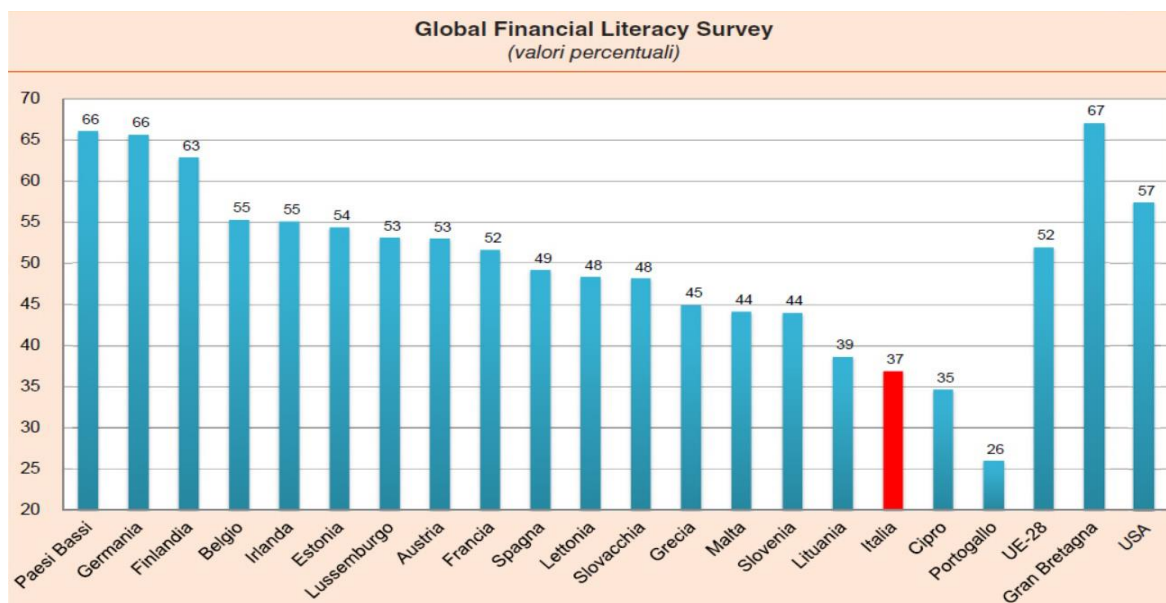


Figura 2.3.1 [5] “Percentuale di cultura finanziaria dei cittadini” a cura di Global Financial Literacy Survey di Standard & Poor’s Ratings Services

2.3.2. Svantaggi di un investimento in PIR

Le maggiori criticità connesse all’incentivazione fiscale dei piani di risparmio sono senza dubbio i costi e gli oneri da sostenere per il titolare del PIR. Questi infatti potrebbero addirittura quasi azzerare il vantaggio economico per il risparmiatore. Oltre alle commissioni di gestione e d’ingresso molti piani presentano anche commissioni di performance, il cui calcolo è effettuato in maniera non omogenea fra tutti i gestori. Inoltre, alcuni prodotti possono prevedere anche oneri legati all’eventualità di disinvestimento prima dei cinque anni, che andrebbero a sommarsi agli esborsi connessi con il recupero a tassazione dei redditi generati.

Su questa tematica ritengo necessario proporre i due studi realizzati da Raffaele Zenti fra maggio e giugno 2017, dal nome *Kill PIR Volume 1* e *Kill PIR Volume 2*. L’autore indaga sui livelli commissionali definiti “*killer*”, cioè quelli che annullano il beneficio fiscale dei piani di risparmio. Nel primo volume Zenti ipotizza di investire i 30.000 euro in due fondi bilanciati: un PIR e un fondo non-PIR con identiche “*asset allocation*”, cioè 50% azioni e 50% obbligazioni e identiche attese di performance, basate su dati storici di lungo periodo.¹¹¹ Successivamente, introduce la commissione di gestione, o “*management fee*”, pari a 1,4% per

¹¹¹ Zenti R., *Kill PIR – Volume I: Come t’ammazzo un PIR: quale combinazione e livello di commissioni è in grado di uccidere un PIR, annullandone il beneficio fiscale?*, 25 Maggio 2017. Dal Sito Adviseonly: <https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/kill-pir-volume-i/>

il fondo non-PIR, cioè la commissione media dei fondi bilanciati nel 2016¹¹², mentre per il fondo PIR pari all'1,6%, cioè la media aritmetica relativa ai fondi PIR bilanciati e flessibili esistenti nel mercato italiano al 25 maggio 2017. Infine, l'autore simula l'andamento possibile dell'investimento attraverso il cono di Ibbotson, all'interno del quale sono contenuti i due terzi degli scenari possibili, in altre parole solo nel 16,67% dei casi si avranno risultati migliori di quelli delineati dal bordo superiore e la stessa probabilità è connessa ai casi peggiori rispetto a quelli delineati dal bordo inferiore (Figg. 2.3.2 [1] – [2])

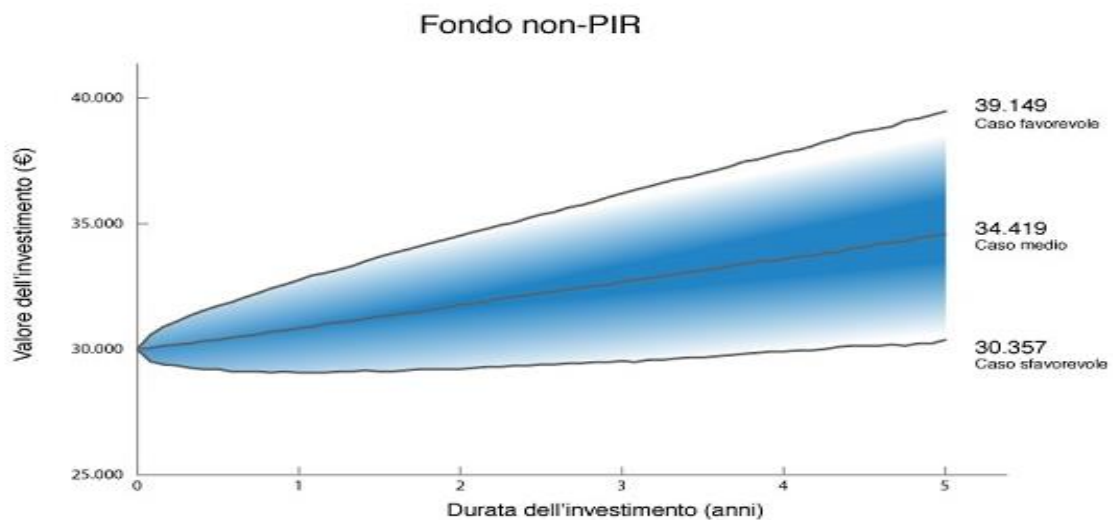


Figura 2.3.2 [1] "Rendimento fondo non-PIR, commissione di gestione pari a 1,4%"

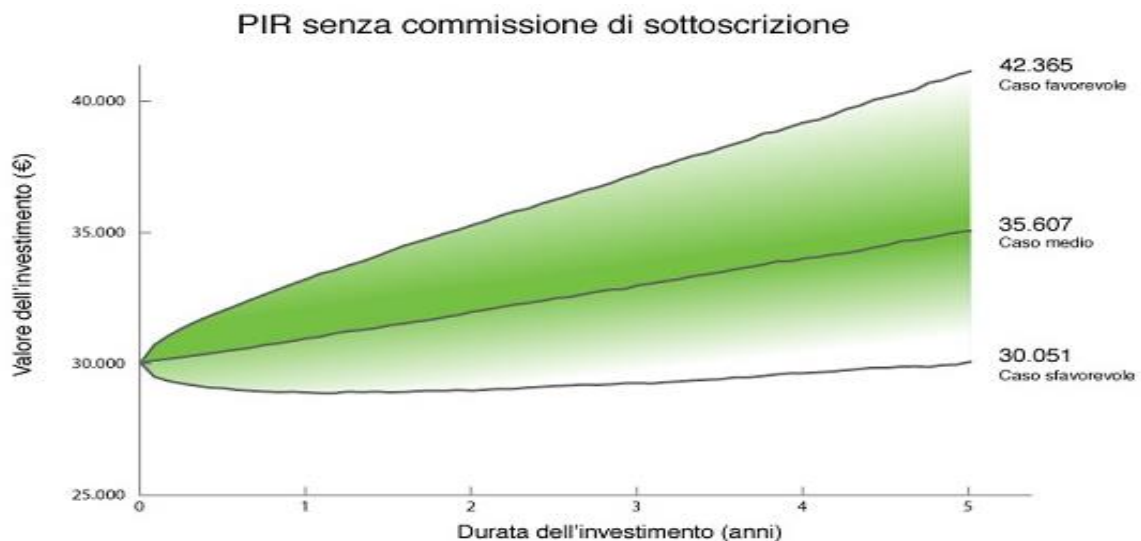


Figura 2.3.2 [2] "Rendimento fondo PIR, commissione di gestione pari a 1,6%"

¹¹² Ufficio Studi Mediobanca, *Indagine Sui Fondi E Sicav Italiani(1984-2015)*, 15 dicembre 2016.

I due grafici mostrano che su questi livelli di commissione il fondo PIR è decisamente più vantaggioso del fondo non-PIR, infatti, il valore medio del capitale dopo cinque anni è superiore del 3,5% circa. Secondo Zanti, al crescere della performance, in questo caso pari al 5% medio annuo lordo, il beneficio economico del fondo PIR aumenta più che proporzionalmente, mentre diminuisce al crescere delle commissioni su di esso applicate. La commissione di gestione ritenuta dall'autore killer è pari al 2,3%, infatti in questo determinato caso si azzerava il beneficio fiscale derivante dalla normativa in questione. Se per esempio, la performance fosse del 10%, sarebbe necessaria una commissione del 3,2% per "uccidere" fiscalmente il PIR.

Proseguendo con la sua analisi, Zanti introduce nel modello anche la commissione di ingresso, nota anche come commissione di sottoscrizione o "*subscription fee*". Nelle condizioni della presente simulazione, dunque un fondo PIR con commissione di gestione annua dell'1,6%, secondo il modello dell'autore, la commissione di ingresso ritenuta killer è pari al 3,5%. Osservando il grafico sottostante (Fig. 2.3.2 [3]), è possibile notare come l'impatto della commissione d'ingresso ha un effetto traslatorio sul cono di Ibbotson. Più precisamente, nella parte iniziale del grafico, il cono subisce un netto spostamento verso il basso. Inoltre, confrontando i tre valori finali posti all'estremità del cono rosso con i tre valori del cono blu, si osserva un risultato medio netto lievemente inferiore a per il fondo PIR con commissione d'ingresso, rispetto al fondo non-PIR. Zanti conclude l'analisi del primo volume d'indagine affermando che nel caso di una commissione di gestione del 2%, la commissione di sottoscrizione necessaria ad "ammazzare" il beneficio PIR è pari solamente dell'1,6%. Da questa affermazione è possibile estrapolare una rilevante relazione: la commissione d'ingresso killer è molto sensibile alla commissione di gestione, o meglio, all'aumentare (diminuire) della management fee, la subscription fee killer diminuisce (aumenta) in valore assoluto decisamente maggiore.

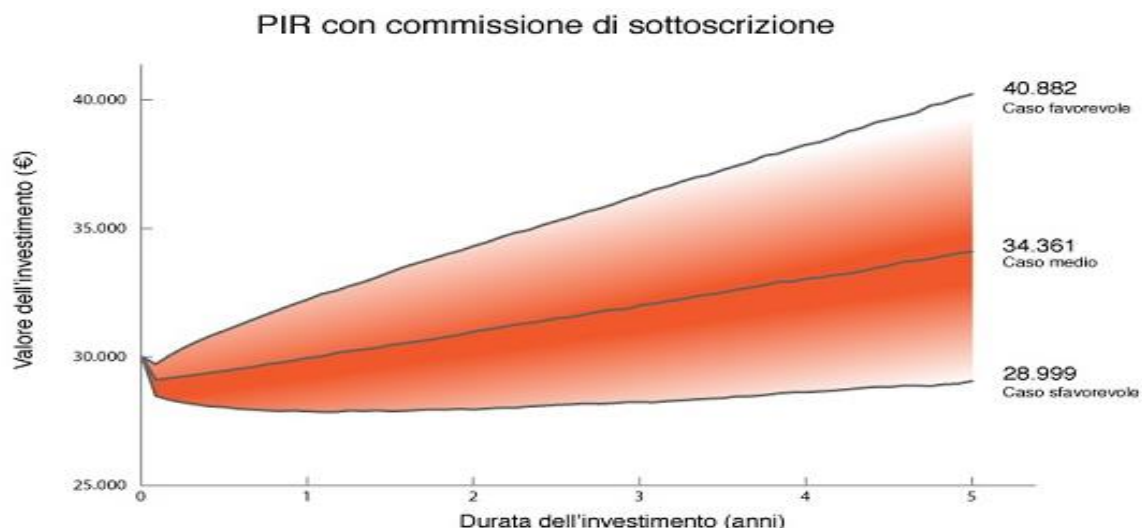


Figura 2.3.2 [3] “Rendimento fondo PIR, con commissione di gestione pari a 1,4% e commissione di sottoscrizione pari a 3,5%”

Nel secondo volume della sua indagine, Zenti, propone un’altra analisi sull’impatto della commissione di gestione e della commissione d’ingresso sul rendimento di un fondo PIR-conforme.¹¹³ A differenza della precedente, l’autore utilizza i costi relativi a 48 prodotti venduti sul mercato, in data giugno 2017, fra fondi comuni, contratti assicurati ed ETF, specificando come fonte dati: Morningstar. Zenti si domanda sul profitto di un possibile investitore, a cinque anni, attraverso l’investimento di 10.000 euro sui 48 prodotti presi in esame, ipotizzando, per ognuno di essi, tre scenari di rendimento medio annuo: uno basso pari al 2%, uno medio pari al 5% e uno elevato pari al 10%. Il risultato finale, in termini di plusvalenze o minusvalenze, del suddetto investimento è calcolato in due scenari distinti: uno considera sia le spese d’ingresso che le spese correnti, mentre l’altro considera solamente le spese correnti. (Figg. 2.3.2 [5] – [6]) Realizzando una semplice media aritmetica dei 42 fondi comuni in esame, emerge che la commissione di gestione media è di poco superiore all’1,5%, mentre la commissione d’ingresso media è circa il 2,25%. Secondo la simulazione del volume 1, con tali valori medi, un fondo PIR mantiene un beneficio economico rispetto al suo equivalente non-PIR. L’autore, inoltre, ci tiene a precisare che la stima proposta è più rosea delle reali aspettative di rendimento, poiché nella simulazione non sono stati inseriti altri quattro costi connessi al mondo PIR:

- le commissioni di performance, se previste possono raggiungere valori compresi fra il 10-20% dell’extra-rendimento rispetto al “*benchmark*”, l’indicatore di riferimento;

¹¹³ Zenti R., *Kill PIR – Volume 2*, 15 Giugno 2017. Dal Sito Adviseonly: <https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/kill-pir-volume-2/>

- eventuali costi di tenuta del conto titoli;
- i costi di negoziazione per chi adotta il sistema “fai da te” o per chi investe tramite ETF;
- le eventuali commissioni di rimborso, delle penali legate all’uscita anticipata dal piano di risparmio.

Qui sotto è riportato l’elenco dei prodotti PIR esaminati, affiancati dal proprio codice ISIN, il codice identificativo per il mercato, la categoria di appartenenza e le relative spese correnti e di sottoscrizione¹¹⁴. (Fig. 2.3.2 [4]). In particolare, i primi quarantadue prodotti della lista sono fondi comuni, poi sono riportate quattro polizze vita multi-ramo, mentre gli ultimi due prodotti sono ETF.

Categoria	Nome	Codice ISIN	Spese correnti	Spese sottoscrizione
Flessibili	AcomeA Patrimonio Esente P2	IT0005247728	0,91%	0,00%
Azionari Italia	AcomeA Italia P2	IT0005251357	0,91%	0,00%
Flessibili	Gestielle Pro Italia	IT0005251993	1,65%	3,00%
Azionari Italia	AXA World Funds – Framlington Italy A Cap. EUR	LU0087656699	1,79%	5,50%
Azionari Italia	Allianz Azioni Italia All Stars P	IT0005251092	1,85%	3,00%
Azionari Italia	Amundi Dividendo Italia P	IT0005243289	1,94%	3,00%
Bilanciati obbligazionari	Amundi Valore Italia P	IT0005241465	1,61%	3,00%
Bilanciati obbligazionari	Anima Crescita Italia AP	IT0005238081	1,46%	4,00%
Azionari Italia	Anima Iniziativa Italia AP	IT0005246647	2,19%	5,00%
Azionari Italia	Anthilia Small Cap Italia A30	IT0005247116	2,05%	3,00%
Bilanciati obbligazionari	Arca Economia Reale Bilanciato Italia PIR	IT0005241101	1,42%	2,00%

¹¹⁴ Tengo a precisare, che non mi è stato possibile verificare la veridicità di tali dati e credo che alcuni siano molto sproporzionati rispetto alle attuali e inferiori spese di gestione e sottoscrizione riportate da Morningstar

Azionari Italia	Arca Economia Reale Equity Italia PIR	IT0005246993	2,07%	4,00%
Flessibili	Consultinvest Risparmio Italia PIR	IT0005253692	2,79%	0,00%
Bilanciati	New Millennium PIR Bil. Sistema Italia	LU1602468800	1,39%	0,00%
Flessibili	Investiper Italia PIR25	IT0005248601	1,30%	1,50%
Azionari Italia	Mediobanca Mid&Small Cap Italy P	IT0005252884	1,59%	3,00%
Bilanciati obbligazionari	Eurizon Progetto Italia 20 PIR	IT0005241655	1,27%	1,50%
Bilanciati obbligazionari	Eurizon Progetto Italia 30 PIR	IT0005244907	1,47%	1,50%
Bilanciati	Eurizon Progetto Italia 40 PIR	IT0005241614	1,47%	1,50%
Bilanciati azionari	Eurizon Progetto Italia 70 PIR	IT0005241697	1,67%	1,50%
Azionari Italia	Euromobiliare PIR Italia Azionario A	IT0005253361	2,01%	2,00%
Bilanciati obbligazionari	Euromobiliare PIR Italia Flessibile A	IT0005253387	1,32%	1,00%
Azionari Italia	Fidelity Funds – Italy Fund A-Acc-EUR	LU0922333322	1,92%	5,25%
Azionari Italia	Fideuram Piano Azioni Italia A	IT0005245714	2,20%	3,00%
Bilanciati obbligazionari	Fideuram Piano Bil. Italia 30 A	IT0005245672	1,60%	3,00%
Bilanciati	Fideuram Piano Bilanciato Italia 50	IT0005245698	1,80%	3,00%
Azionari Italia	Fondersel PMI Classe PIR	IT0005243990	1,84%	0,00%
Flessibili	Mediolanum Flessibile Futuro Italia LA	IT0001019329	2,31%	6,00%
Flessibili	Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia LA	IT0005066953	2,06%	4,20%
Bilanciati azionari	Generation Dynamic PIR A	IT0005252108	1,90%	3,00%

Bilanciati obbligazionari	Pioneer Risparmio Italia A	IT0005238966	1,25%	2,00%
Bilanciati obbligazionari	Pioneer Risparmio Italia B	IT0005243776	1,55%	0,00%
Azionari Italia	Pioneer Sviluppo Italia A	IT0005245243	1,90%	2,00%
Azionari Italia	Pioneer Sviluppo Italia A	IT0005245268	2,15%	2,10%
Azionari Italia	Sella Investimenti Azionari Italia	IT0005244832	1,94%	2,00%
Bilanciati obbligazionari	Sella Investimenti Bilanciati Italia	IT0005244535	1,65%	2,00%
Azionari Italia	Symphonia Azionario Small Cap Italia	IT0005246373	2,07%	0,00%
Flessibili	Symphonia Patrimonio Italia Risparmio	IT0005246357	1,80%	0,00%
Bilanciati obbligazionari	UBI Pramerica Mito 25 P	IT0005242984	1,33%	2,00%
Bilanciati	UBI Pramerica Mito 50 P	IT0005243024	1,63%	2,00%
Obbligazionari misti	Zenit Obbligazionario E	IT0005240251	1,30%	1,50%
Azionari Italia	Zenit Pianeta Italia E	IT0005240210	1,80%	2,00%
Obbligazionari	CiiS PIR Gestione Separata	n.d	1,32%	0,00%
Obbligazionari misti	CiiS PIR Obbligazionario	n.d	2,09%	0,00%
Bilanciati obbligazionari	CiiS PIR Bilanciato	n.d	2,11%	0,00%
Azionari Italia	CiiS PIR Azionario	n.d	2,58%	0,00%
Azionari Italia	Lyxor Italia Equity PIR UCITS ETF C EUR Acc	LU1605710802	0,45%	0,00%
Azionari Italia	Lyxor FTSE Italia Mid Cap PIR (DR) UCITS ETF C-EUR	FR0011758085	0,50%	0,00%

Figura 2.3.2 [4] "Elenco prodotti PIR al 31/05/2017"

PIR: l'impatto di spese correnti e spese d'ingresso su 10mila euro investiti

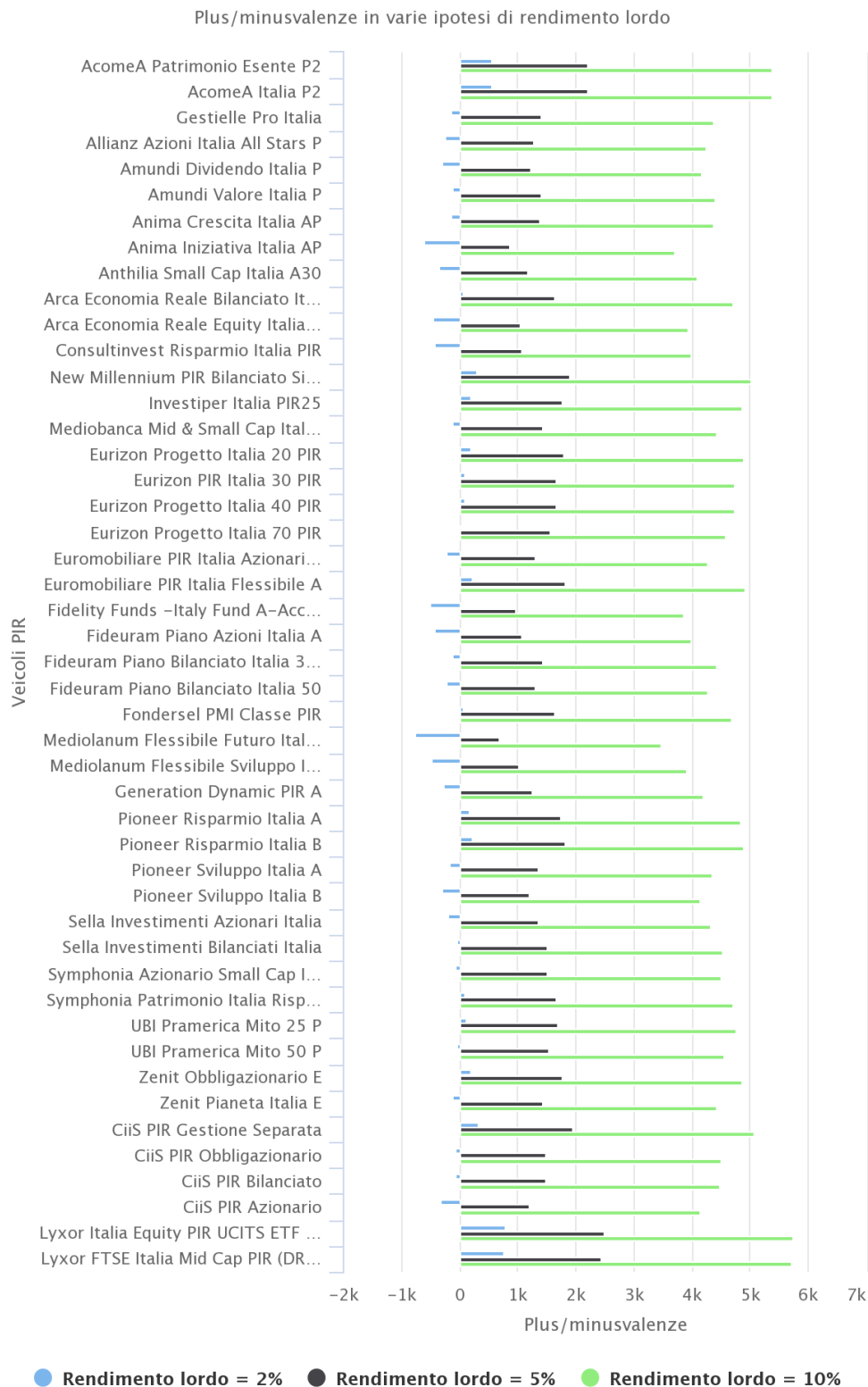


Figura 2.3.2 [5] "Profitto dei tre scenari con spese di gestione e spese di sottoscrizione"

PIR: l'impatto delle sole spese correnti su 10mila euro investiti

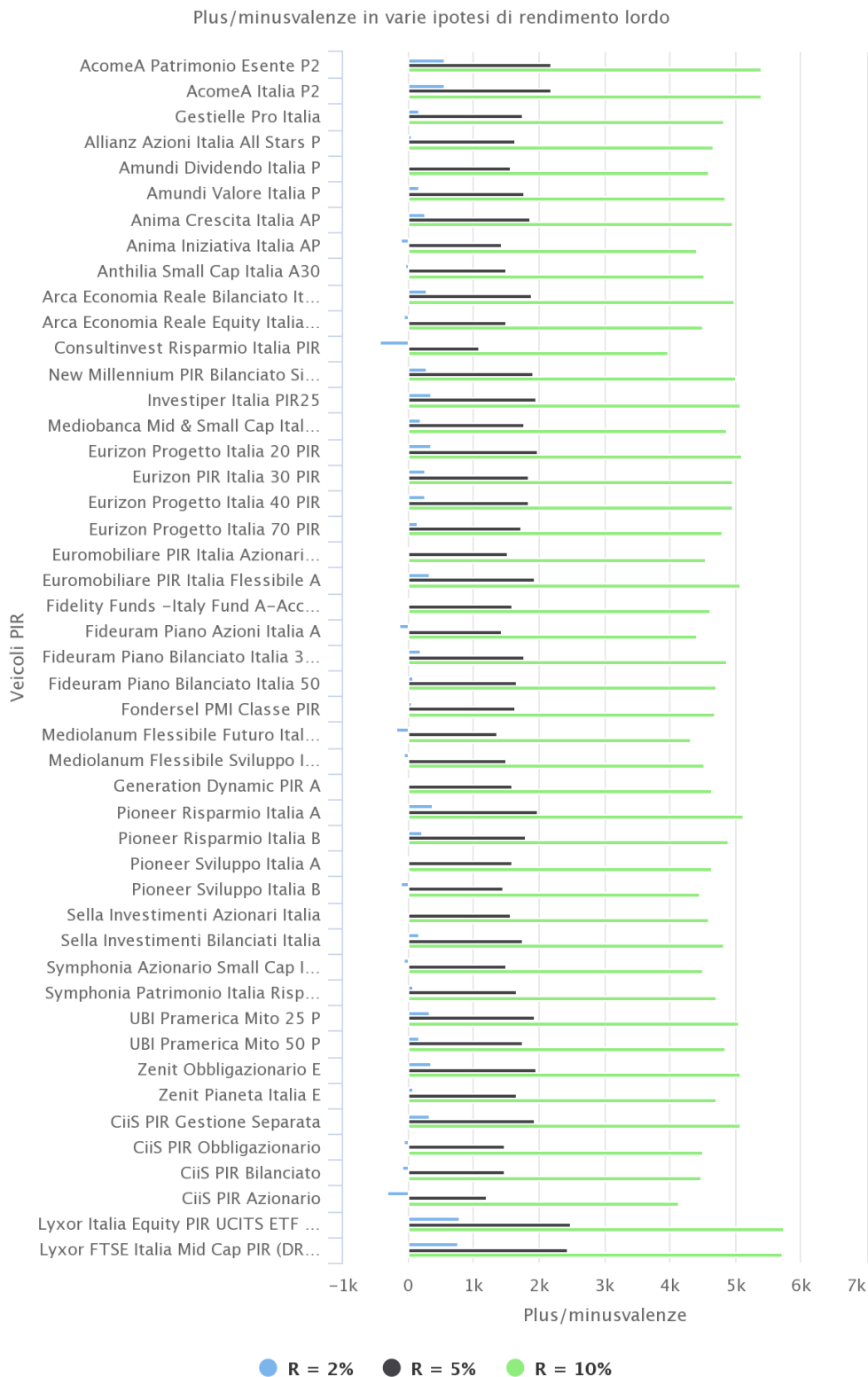


Figura 2.3.2 [6] "Profitto dei tre scenari con le sole spese di gestione"

La rude analisi finale, così definita da Zenti, evidenzia dei risultati preoccupanti. Nel dettaglio, con un rendimento medio del 2% annuo, per cinque anni, se vengono applicate le commissioni di sottoscrizione, un investitore finisce in perdita con il 62% dei prodotti esaminati. La perdita media è di 250 euro, corrispondente al -2,5% del capitale investito, inoltre, la differenza fra il prodotto con il risultato migliore e quello con il risultato peggiore è di 1.561 euro se il rendimento lordo annuo è del 2%, di 1.804 euro se il rendimento è del 5%, e di 2.277 euro se il rendimento è 10%. Oltre 2.000 euro di differenza in 5 anni, circa il 23% circa dell'investimento. Se invece non viene applicata alcuna commissione di sottoscrizione, la porzione di prodotti in perdita scende al 28%, con una perdita media di 124 euro, corrispondente al -1,24% dell'investimento iniziale. La differenza fra il migliore e il peggiore risultato è pari a 1.210 euro con un rendimento annuo del 2%, di 1.399 euro se il rendimento è del 5%, e di 1.766 euro con un rendimento del 10%. Differenze fra il 15% e 20% sono notevoli se rapportate ad un intervallo temporale di soli cinque anni.

Ad oggi, i costi relativi ai prodotti PIR sono inferiori rispetto a quelli esaminati da Zenti, in particolare, le spese di gestione non superano il 2%, mentre quelle di sottoscrizione non oltrepassano il 3%.

Per concludere l'analisi sui costi e le commissioni, prima di costituire un piano di risparmio, è necessario che l'investitore sia ben informato di tali oneri, poiché quest'ultimi incidono in maniera significativa sulla performance finale e possono ridurre decisamente il vantaggio economico dell'agevolazione fiscale.

La seconda criticità connessa al tema PIR è certamente il rischio paese intrinseco nell'investimento. In altre parole, la scarsa diversificazione territoriale degli strumenti inseriti nel piano, provoca una concentrazione dei rischi derivanti dalla condizione economica italiana; tale pericolo, in questo caso è definito "rischio Italia". Non esiste una definizione unanime di rischio paese, secondo Borsa Italiana è il rischio di insolvenza di operatori, pubblici e privati, legato all'area geografica di provenienza e indipendente dalla loro volontà e il rischio legato alla provenienza di un determinato strumento finanziario e dipendente da variabili politiche, economiche e sociali.¹¹⁵ Il rischio paese è suddiviso in sei elementi che si ripercuotono sul rendimento atteso di un investimento:

¹¹⁵ Borsa Italiana, *Il rischio paese*, 13 Maggio 2011. Dal Sito della Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rischio-paese143.htm>

1. rischio Sovrano, riguarda la capacità, o la volontà, del debitore sovrano di onorare i propri impegni di pagamento;
2. rischio Politico, si riferisce a tutta quella gamma di eventi non economici legati a fattori politici;
3. rischio Economico, si riferisce più nel dettaglio alle decisioni economiche dei vari Paesi che influiscono sui tassi di crescita, sul grado di apertura dell'economia e quindi sugli scambi;
4. rischio Trasferimento, connesso alle decisioni delle autorità di adottare restrizioni sui movimenti di capitali, sul rimpatrio dei dividendi e dei profitti;
5. rischio di Cambio, legato a fluttuazioni inaspettate dei tassi di cambio e al passaggio da un regime a un altro;
6. rischio di Posizione, concerne il contagio dovuto alla vicinanza a economie vicine o considerate simili per le loro tipicità o vulnerabilità.

Per farsi un'idea di rischio Italia, basti considerare che dal 2000 al 2016 il rendimento medio annuo delle azioni italiane è stato pari al -2,0%, contro l'1,9% di un paniere diversificato di azioni mondiali, mentre se consideriamo l'arco temporale che va dal 1900 al 2016, le partecipazioni italiane hanno reso mediamente il 2,0%, mentre il paniere di azioni mondiali ha realizzato una performance media annua del 5,1%.¹¹⁶ Da questi dati nasce una spontanea riflessione: chi possiede un reddito da lavoro legato alle sorti dell'Italia, investire i propri guadagni in un portafoglio correlato, almeno per il 70%, alla condizione economica italiana, può non essere saggio. È bene dunque che i risparmiatori, se decidono di investire in PIR, lo facciano in un'ottica di diversificazione, cioè destinando solamente una piccola parte del proprio patrimonio, piccolo o grande che sia.

La terza importante criticità, per operatori e investitori del settore PIR, è la scarsità di PMI quotate a Piazza Affari. La forte domanda per i titoli non FTSE-Mib ha caratterizzato i primi mesi del 2017 ad un forte rialzo delle quotazioni delle piccole e medie imprese presenti sul listino. Secondo le stime del Disegno di Legge (Fig. 2.3.2 [7]), presentato dal ministro Padoan, il 29 ottobre 2016, i conferimenti in PIR per l'anno 2017 erano attestati a 1,8 miliardi e per

¹¹⁶ Econopoly, *Diverse sfumature di Pir (e come evitare la prossima trappola)*, 21 Aprile 2017. Da Sito del Sole 24 Ore. http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/04/21/diverse-sfumature-di-pir/?refresh_ce=1

l'anno 2018 a 2,7 miliardi, mentre in realtà, totale cumulato dei primi due anni si aggira intorno ai 19 miliardi¹¹⁷.

			2017	2018	2019	2020	2021
A	Numero piani di investimento		120.000	180.000	240.000	300.000	360.000
B	Conferimento medio	€	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
C	Totale conferito nell'anno	€m	1.800	2.700	3.600	4.500	5.400
D	Totale conferito cumulato	€m	1.800	4.500	8.100	12.600	18.000
E	Reddito prodotto in ipotesi di assenza PdR (d x 2,2%)	€m	39,6	99,0	178,2	277,2	396,0
F	Variazione di gettito (e x 26%)	€m	-10,3	-25,7	-46,3	-72,1	-103,0

Figura 2.3.2 [7] “Stime Disegno di Legge 2016”

Sui PIR sono confluiti più soldi di quanto fosse atteso e gli intermediari del settore prevedono di raccogliere ancora molte risorse per il futuro. Il rischio maggiore connesso all'elevata raccolta di risorse e alla scarsità di aziende quotate, è la creazione di una bolla speculativa, dovuta ai troppi soldi confluiti su mercati troppo piccoli. La soluzione migliore per evitare il rischio bolla speculativa è l'incremento del numero di società quotate a Piazza Affari. Secondo Cellino, giornalista del Sole 24 Ore, “il meccanismo dei PIR diventerà virtuoso solo se un numero crescente di aziende, anche di medie dimensioni, approderà al mercato di Borsa per raccogliere capitale”.¹¹⁸ Sempre nello stesso articolo è stata evidenziata un'altra problematica riguardante la qualità e l'affidabilità dei titoli appartenente al mondo PIR. Secondo Intermonte, solo una società su quattro tra quelle in cui possono investire i PIR, è seguita da almeno tre “broker”, il 35% del paniere ha al massimo due stime aggiornate e per ben il 41%, oltre cento società, non è possibile reperire uno studio aggiornato negli ultimi sei mesi. La scarsa copertura da parte degli analisti finanziari è un dato molto preoccupante per gli operatori del settore e per i possibili investitori.

In sintesi, investire in PIR nella modalità “fai da te” non è per niente semplice e il piccolo risparmiatore incorrerebbe in grossi rischi di perdita, a causa della scarsa diversificazione territoriale degli strumenti e alle difficoltà informative riscontrabili nello “stock picking”, a sua volta la modalità d'investimento tramite OICR o contratto assicurativo, sicuramente la modalità

¹¹⁷ Fonte: *Disegno di Legge, Bilancio di Previsione dello Stato 2017*, 29 ottobre 2016

¹¹⁸ Cellino M., Longo M., *Risparmio, Pir a quota 5 miliardi. Ecco le opportunità e i rischi*. 12 agosto 2017. <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-08-11/risparmio-tutte-opportunita-e-rischi-pir--213335.shtml?uid=AEMDibBC>

più idonea per il cliente retail, ha lo svantaggio di essere molto costosa e se la performance non è ottima, il rischio di subire una perdita è molto probabile. La scelta di istituire un PIR perciò, deve essere il risultato di una saggia riflessione da parte del risparmiatore italiano.

CAPITOLO 3

Analisi dell'impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull'economia reale

Lo scopo di questo capitolo è quello di comprendere se i piani di risparmio hanno raggiunto gli obiettivi preposti dal legislatore:

- L'obiettivo di "*Offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie*" sarà dimostrato dalla valutazione del numero di nuovi sottoscrittori di fondi d'investimento.
- L'obiettivo di "*Aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine, in particolare per le imprese in cui è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente l'approvvigionamento mediante il canale bancario*", sarà dimostrato attraverso un'analisi sull'asset allocation dei fondi PIR. In particolare, è importante capire il numero di risorse dei prodotti PIR confluito verso le PMI, classificate secondo gli standard europei.
- Il terzo obiettivo, cioè quello di "*Favorire lo sviluppo dei mercati nazionali*", sarà dimostrato da un'analisi svolta su più variabili: prezzi azionari, volumi, bid-ask spread, numero di nuove quotazioni e raccolta sul mercato primario (IPO).

Lo studio dei prezzi azionari ci permette, attraverso l'utilizzo della metodologia BHAR, di evidenziare se vi sono stati aumenti dei valori dei titoli quotati sui nostri listini, non spiegabili dal CAPM. Lo studio dei volumi e dei bid-ask spread ci permette invece di dimostrare una maggiore efficienza dei nostri mercati, rispecchiata da un eventuale miglioramento dei livelli di liquidità. Inoltre, un potenziale aumento del numero di società quotate nei nostri listini e la loro raccolta sul mercato primario tramite IPO, permette di aumentare la capitalizzazione della nostra Borsa e incrementare le possibilità di investimento dei fondi PIR (un processo necessario per scongiurare il rischio di bolla finanziaria, nel caso in cui confluiscano ancora molti miliardi di euro nei prodotti PIR).

Prima di iniziare l'analisi, diamo uno sguardo alle cifre riguardanti la raccolta di capitali confluita nei fondi PIR.

A due anni esatti dall'introduzione dei piani di risparmio, il flusso di denaro confluito nei prodotti PIR ha senza dubbio superato l'aspettativa del legislatore e degli addetti ai lavori.

Secondo Assogestioni il risparmio gestito dai fondi PIR-conformi, a fine 2018, si aggira intorno ai diciannove miliardi di euro. In attesa della pubblicazione della mappa del risparmio gestito del quarto trimestre 2018, gli ultimi dati rilasciati da Assogestioni si riferiscono a settembre (Fig. 3 [2])¹¹⁹ e qui sotto sono comparati con quelli di fine 2017 (Fig. 3 [1])¹²⁰.

	Raccolta netta (promosso)			Numero Fondi		Patrimonio promosso	
	4° Trim. 2017	3° Trim. 2017	Da inizio anno	Dicembre 2017		Dicembre 2017	
	Mln euro	Mln euro	Mln euro	N.ro	in %	Mln euro	in %
TOTALE	3.383,1	2.196,6	10.902,5	64	100,0%	15.769	100,0%
Fondi di nuova istituzione [N]	2.661,1	1.768,5	7.864,0	40	62,5%	7.939	50,3%
Fondi pre-esistenti [P]	722,1	428,0	3.038,6	24	37,5%	7.830	49,7%
<i>Pre-esistenti (dato a fine dic 2016)</i>						4.080	

Fig. 3 [1] Fonte Assogestioni: “Patrimonio promosso dai fondi PIR a fine 2017”

	Raccolta netta (promosso)			Numero Fondi		Patrimonio promosso	
	3° Trim. 2018	2° Trim. 2018	Da inizio anno	Settembre 2018		Settembre 2018	
	Mln euro	Mln euro	Mln euro	N.ro	in %	Mln euro	in %
TOTALE	475,5	1.329,4	3.787,1	72	100,0%	18.915	100,0%
Fondi di nuova istituzione [N]	349,3	1.177,1	3.280,6	45	62,5%	10.900	57,6%
Fondi pre-esistenti [P]	126,2	152,3	506,5	27	37,5%	8.015	42,4%
<i>Pre-esistenti (dato a fine dic 2016)</i>						4.186	
AZIONARI	43,3	135,0	360,0	29	40,3%	5.555	29,4%
AZ. ITALIA	43,3	135,0	360,0	29	40,3%	5.555	29,4%
BILANCIATI	270,8	852,0	2.438,1	27	37,5%	8.304	43,9%
BILANCIATI AZIONARI	31,8	55,9	170,4	2	2,8%	447	2,4%
BILANCIATI	103,4	235,4	730,0	12	16,7%	2.587	13,7%
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	135,6	560,8	1.537,7	13	18,1%	5.269	27,9%
OBBLIGAZIONARI	8,4	- 4,8	23,0	4	5,6%	209	1,1%
OBBL. ITALIA	4,2	- 5,0	0,4	2	2,8%	80	0,4%
OBBL. MISTI	4,2	0,1	22,7	2	2,8%	129	0,7%
FLESSIBILI	153,0	347,2	966,0	12	16,7%	4.848	25,6%

Figura 3 [2] Fonte Assogestioni: “Patrimonio promosso dai fondi PIR a fine settembre 2018”

Il primo anno di PIR si è concluso con una raccolta totale di 10,9 miliardi di euro e circa 15,75 miliardi di patrimonio promosso dai gestori di fondi PIR-conformi. Nel corso del 2018, come era lecito aspettarsi, la raccolta è decisamente rallentata rispetto al 2017 ed il patrimonio promosso si attesta intorno ai 19 miliardi.

¹¹⁹ Assogestioni, *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, III trimestre 2018*.

Consultabile: http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,243,8921/mappa_2018_03.pdf

¹²⁰ Assogestioni, *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, IV trimestre 2017*.

Consultabile: http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,12316/mappa_2017_04_.pdf

Una delle cause sottostante al rallentamento della raccolta è rintracciabile nella fase orso che ha vissuto il mercato italiano post-elezioni politiche del 4 marzo, ma anche nella correzione verso il ribasso dei mercati globali dalle prime sedute di ottobre, dopo che le principali borse americane hanno raggiunto valori massimi storici.

Come si osserva dalla seconda tabella (Fig. 3 [3]), il 42,4% del patrimonio PIR è stato intercettato da fondi già esistenti, convertiti in PIR-conformi nel corso del 2018. La tipologia di fondo maggiormente utilizzata dai gestori è la categoria “bilanciati”, più in particolare, fondi “bilanciati obbligazionari”. È giusto ricordare che questa tipologia di fondi è caratterizzata da una componente obbligazionaria che varia fra il 10 e il 50% del valore complessivo. Nella relazione pubblicata da Assogestioni è possibile, inoltre, identificare la percentuale gestita da tutti gli intermediari finanziari che possiedono un fondo PIR.

		Raccolta netta (promosso)			Numero Fondi		Patrimonio promosso	
		3 ° Trim. 2018	2 ° Trim. 2018	Da inizio anno	Settembre 2018		Settembre 2018	
		Mln euro			N.ro	in %	Mln euro	in %
1 GRUPPO MEDIOLANUM	[P]	109,9	238,5	630,7	2	2,8%	3.947	20,9%
2 GRUPPO INTESA SANPAOLO		140,5	399,5	1.082,1	8	11,1%	3.722	19,7%
EURIZON	[N]	107,9	215,7	677,6	5	6,9%	2.345	12,4%
FIDEURAM	[N]	32,6	183,9	404,5	3	4,2%	1.377	7,3%
3 AMUNDI GROUP		47,3	328,8	945,1	6	8,3%	3.039	16,1%
Fondi di nuova istituzione	[N]	34,8	312,9	894,6	5	6,9%	2.797	14,8%
Fondi pre-esistenti	[P]	12,4	15,9	50,5	1	1,4%	241	1,3%
4 ARCA		42,1	77,0	291,7	5	6,9%	1.964	10,4%
Fondi di nuova istituzione	[N]	50,4	116,3	389,2	3	4,2%	1.228	6,5%
Fondi pre-esistenti	[P]	- 8,2	- 39,3	- 97,5	2	2,8%	736	3,9%
5 ANIMA HOLDING		78,0	197,2	512,7	3	4,2%	1.413	7,5%
Fondi di nuova istituzione	[N]	60,2	148,2	401,0	2	2,8%	1.091	5,8%
Fondi pre-esistenti	[P]	17,8	48,9	111,6	1	1,4%	322	1,7%
6 FIDELITY INTERNATIONAL	[P]	ND	ND	ND	1	1,4%	470	2,5%
7 GRUPPO UBI BANCA	[N]	11,5	55,4	141,9	3	4,2%	422	2,2%
8 LYXOR		- 25,0	- 123,7	- 226,0	3	4,2%	395	2,1%
Fondi di nuova istituzione	[N]	- 0,6	- 7,1	- 17,3	2	2,8%	23	0,1%
Fondi pre-esistenti	[P]	- 24,4	- 116,6	- 208,7	1	1,4%	371	2,0%
9 AXA IM	[P]	7,9	22,5	14,0	1	1,4%	353	1,9%
10 GRUPPO BNP PARIBAS	[N]	6,3	45,8	90,1	2	2,8%	352	1,9%
11 ALLIANZ		6,4	22,2	51,8	2	2,8%	325	1,7%

Fondi di nuova istituzione	[N]	1,0	4,0	13,1	1	1,4%	47	0,2%
Fondi pre-esistenti	[P]	5,4	18,1	38,7	1	1,4%	278	1,5%
12 ICCREA	[N]	12,5	28,2	94,2	2	2,8%	302	1,6%
13 SCHRODERS		-14,8	1,2	-66,6	2	2,8%	240	1,3%
Fondi di nuova istituzione	[N]	0,0	1,6	1,6	1	1,4%	2	0,0%
Fondi pre-esistenti	[P]	-14,8	-0,4	-68,2	1	1,4%	239	1,3%
14 GRUPPO DEUTSCHE BANK	[N]	25,0	30,4	88,9	1	1,4%	236	1,2%
15 GRUPPO AZIMUT	[N]	-1,7	10,7	-13,5	2	2,8%	235	1,2%
16 ERSEL		-9,9	-27,7	-52,9	3	4,2%	223	1,2%
Fondi pre-esistenti	[P]	-9,9	-27,7	-52,9	3	4,2%	223	1,2%
17 GRUPPO BANCA SELLA		8,2	16,5	49,5	2	2,8%	183	1,0%
Fondi di nuova istituzione	[N]	2,6	10,3	28,0	1	1,4%	78	0,4%
Fondi pre-esistenti	[P]	5,6	6,2	21,4	1	1,4%	106	0,6%
18 ZENIT (PFM)		1,7	-6,4	14,1	3	4,2%	172	0,9%
Fondi pre-esistenti	[P]	1,7	-6,4	14,1	3	4,2%	172	0,9%
19 GRUPPO BANCA INTERMOBILIARE (*)		ND	-21,8	-25,0	2	2,8%	163	0,9%
Fondi pre-esistenti	[P]	ND	-21,8	-25,0	2	2,8%	163	0,9%
20 CREDITO EMILIANO	[N]	11,4	22,2	62,5	2	2,8%	163	0,9%
21 GRUPPO CASSA CENTRALE BANCA	[P]	15,8	15,2	60,5	1	1,4%	143	0,8%
22 BANCA FINNAT EURAMERICA		4,2	-5,6	0,8	2	2,8%	83	0,4%
Fondi di nuova istituzione	[N]	0,0	0,6	1,7	1	1,4%	13	0,1%
Fondi pre-esistenti	[P]	4,2	-6,2	-1,0	1	1,4%	71	0,4%
23 ACOMEA		2,6	2,9	10,0	2	2,8%	79	0,4%
Fondi di nuova istituzione	[N]	1,7	2,2	7,2	1	1,4%	24	0,1%
Fondi pre-esistenti	[P]	0,9	0,7	2,8	1	1,4%	56	0,3%
24 GRUPPO MEDIOBANCA	[N]	-1,9	-12,3	-8,9	1	1,4%	66	0,3%
25 SOPRARNO	[P]	0,5	2,7	10,0	1	1,4%	55	0,3%
26 CREDIT SUISSE	[P]	1,9	1,0	3,3	1	1,4%	47	0,2%
27 NEXTAM PARTNERS		-0,5	2,1	3,4	3	4,2%	31	0,2%
Fondi di nuova istituzione	[N]	0,0	1,2	1,3	1	1,4%	9	0,0%
Fondi pre-esistenti	[P]	-0,5	0,9	2,1	2	2,8%	22	0,1%
28 PENSPLAN INVEST	[N]	0,6	0,9	2,7	1	1,4%	23	0,1%
29 KAIROS PARTNERS	[N]	0,1	1,0	6,7	1	1,4%	22	0,1%
30 CONSULTINVEST	[N]	0,3	0,7	3,5	1	1,4%	14	0,1%
31 GRUPPO GENERALI	[N]	-6,5	2,8	1,0	1	1,4%	13	0,1%
32 JPMORGAN ASSET MANAGEMENT	[N]	0,8	2,5	7,4	1	1,4%	11	0,1%
33 FINANZIARIA INTERNAZIONALE	[N]	0,1	-0,9	1,4	1	1,4%	8	0,0%
TOTALE		475,5	1.329,4	3.787,1	72	100,0%	18.915	100,0%

Figura 3 [3] Fonte Assogestioni: “Elenco fondi PIR a fine settembre 2018”

Il principale player, per patrimonio gestito è il Gruppo Mediolanum, che tramite i suoi due fondi flessibili preesistenti “Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia” e “Mediolanum Flessibile Futuro Italia” amministra circa 4 miliardi di euro, cioè il 20,9% del totale. Successivamente, troviamo il Gruppo Intesa Sanpaolo (19,7%), Amundi Group (16,1%), Arca (10,4%) e Anima Holding (7,5%). Questi cinque player, assieme, gestiscono il 74,6% del patrimonio PIR.

3.1.1. Analisi dell'Asset Allocation dei fondi PIR-conformi

L'11 aprile 2018 al Salone del Risparmio a Milano, è stata presentata da Assogestioni un'analisi intitolata "Un anno di PIR: offerta, portafogli, clientela" a cura di Alessandro Rota.¹²¹ Questa è stata la prima analisi di asset allocation sul tema PIR, resa pubblica dall'associazione che rappresenta le SGR italiane.

Dopo aver evidenziato nelle prime slide, della suddetta ricerca, il numero di prodotti PIR esistenti e il patrimonio da loro gestito a fine 2017, l'autore riporta la percentuale di denaro investito, dai gestori dei fondi PIR-conformi in emittenti italiani, suddivisi per segmento di mercato.

Dalla tabella sottostante (Fig. 3.1.1 [1]) è possibile osservare che l'82% dei titoli detenuti sono emessi da imprese italiane, superata di più di dieci punti percentuali la soglia del 70% imposta dal legislatore; di questi, il 39% sono strumenti appartenenti alle società FTSE MIB, mentre per il 43% sono appartenenti alle società non-FTSE MIB. Anche il secondo vincolo di composizione imposto, equivalente al 21% per i titoli non FTSE MIB è decisamente oltrepassato dalle politiche d'investimento dei gestori. Nel dettaglio, la quota non FTSE MIB è formata da un 29% di titoli FTSE Mid Cap, per un 3% da titoli FSTE Small Cap, per il 2% da titoli appartenenti al FTSE Aim Italia e il restante 9% da titoli non appartenenti ai segmenti di Borsa Italiana.

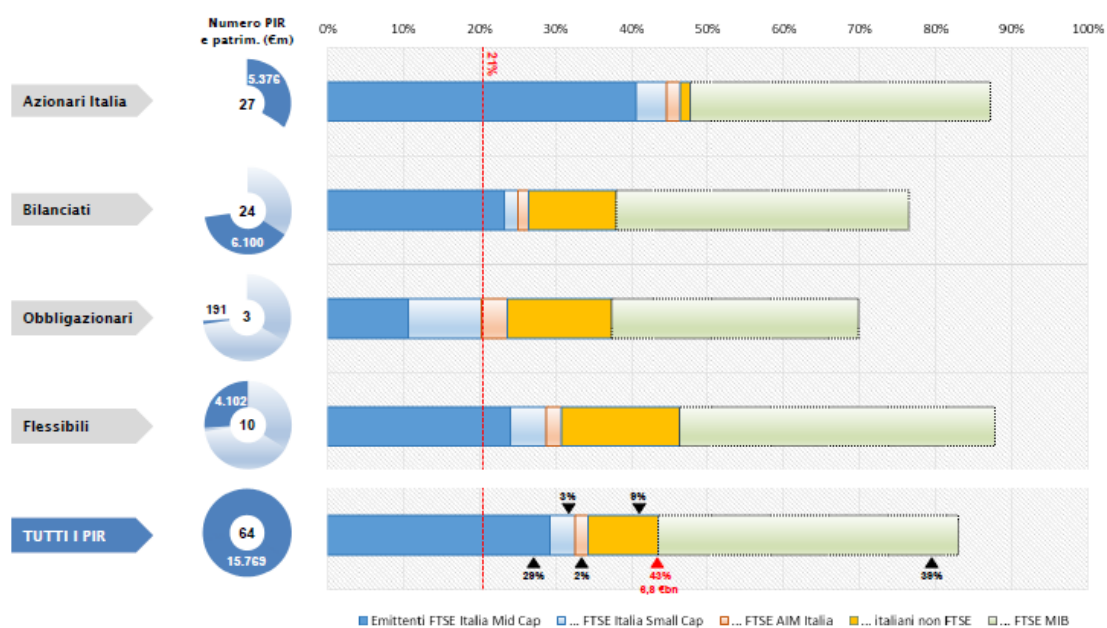


Figura 3.1.1 [1] Fonte Assogestioni: "Portafoglio per emittente"

¹²¹ Rota A., *Un anno di PIR: offerta, portafogli, clientela*, Assogestioni, 11 Aprile 2018. Consultabile: http://www.assogestioni.it/index.cfm/3.147.12404/assogestioni_rota_pir_sdr_20180411.pdf

La Figura successiva (Fig. 3.1.1 [2]) ci mostra la percentuale di denaro allocata fra azioni e obbligazioni per tipologia di fondo. Il risultato finale dato dalla somma di tutti e 64 prodotti PIR stabilisce che il 52% dei 15.769 milioni di euro promossi è investito in azioni e il 31% in obbligazioni, prevalentemente appartenenti ai due indici italiani di maggiore capitalizzazione.

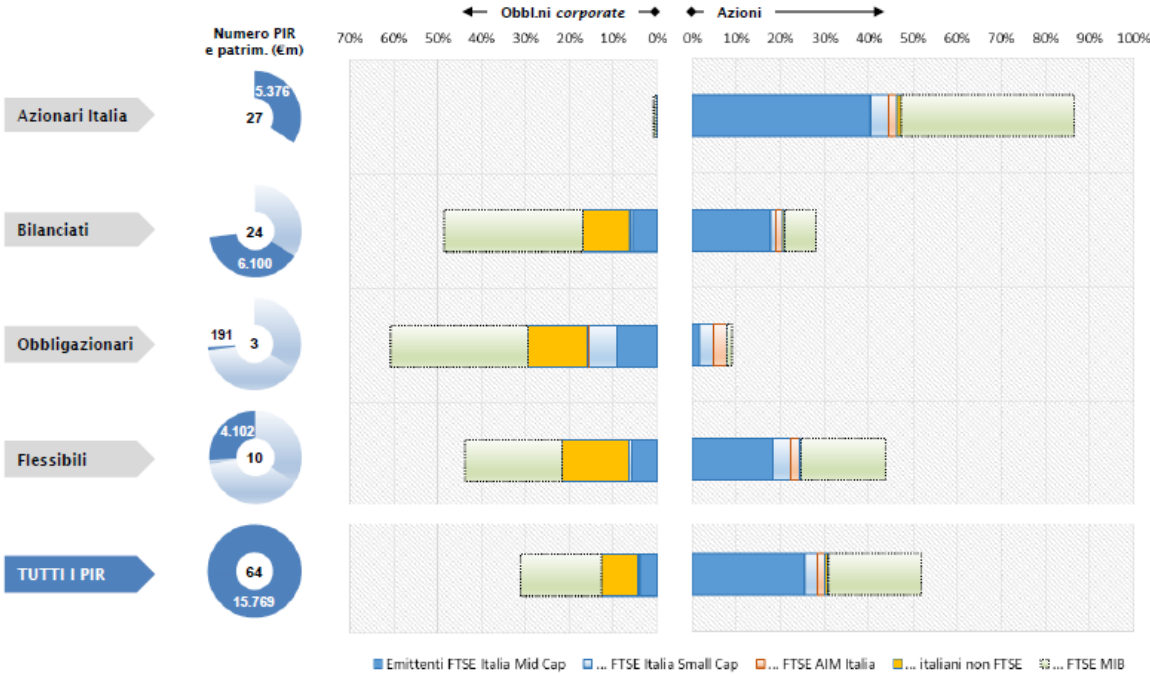


Figura 3.1.1 [2] Fonte Assogestioni: “Portafoglio per emittente obbligazioni vs azioni”

Rota ha poi focalizzato la propria attenzione sulle azioni di imprese italiane non appartenenti all’indice FTSE MIB (Fig. 3.1.1 [3]). In particolare, i fondi PIR-conformi detengono, con circa 4 miliardi di euro investiti, l’8% del flottante complessivo dell’indice FTSE Italia Mid Cap, con 468 milioni di euro, il 6% dell’indice FTSE Italia Small Cap e con 274 milioni, il 10% del sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia. Solamente una piccola quota del patrimonio PIR, pari a 116 milioni è confluita in azioni non quotate o in azioni italiane quotate in mercati esteri.

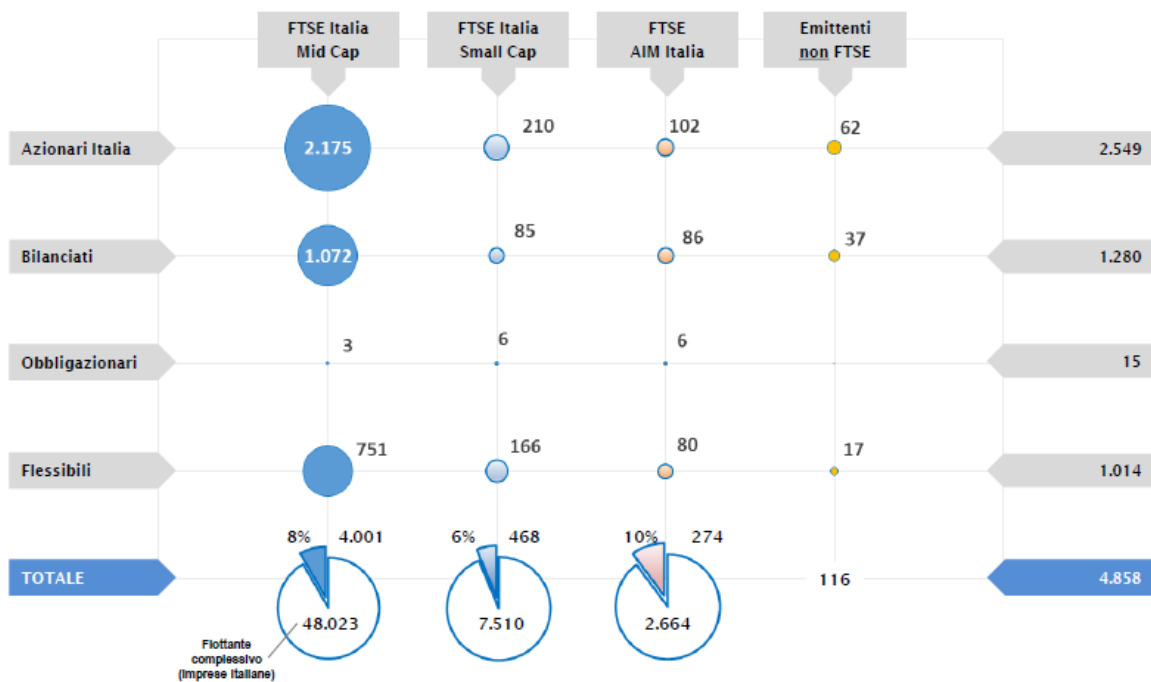


Figura 3.1.1 [3] Fonte Assogestioni: “Azioni di imprese non-FTSE MIB”

Di queste risorse, quanti milioni sono giunti nelle casse delle PMI italiane?

La risposta alla presente domanda è stata fornita dall’autore attraverso il grafico successivo (Fig. 3.1.1 [4]). Qui sono distinte le PMI dalle grandi imprese attraverso i due indicatori europei: classe di fatturato e numero di dipendenti, (vedi Fig. 1.2). Secondo la classificazione di PMI tramite fatturato, i fondi PIR hanno destinato circa 256 milioni¹²² verso le piccole medie imprese. Secondo la classificazione di PMI tramite numero di dipendenti, i fondi PIR hanno destinato circa 750 milioni, suddivisi in 105 milioni¹²³ per le piccole imprese e 645 milioni¹²⁴ per le imprese di media dimensione.

In termini percentuali, si parla del 1,6% del patrimonio PIR promosso per la classificazione in classi di fatturato e del 4,7% per la classificazione in base al numero di dipendenti. In conclusione, i gestori dei fondi hanno preferito finanziare l’equity delle grandi società.

¹²² (1% di 4001 + 4% di 468 + 72% di 274) = 256,01 milioni

¹²³ (1% di 4001 + 24% di 274) = 105,77 milioni

¹²⁴ (11% di 4001 + 12% di 468 + 54% di 274) = 644,23 milioni

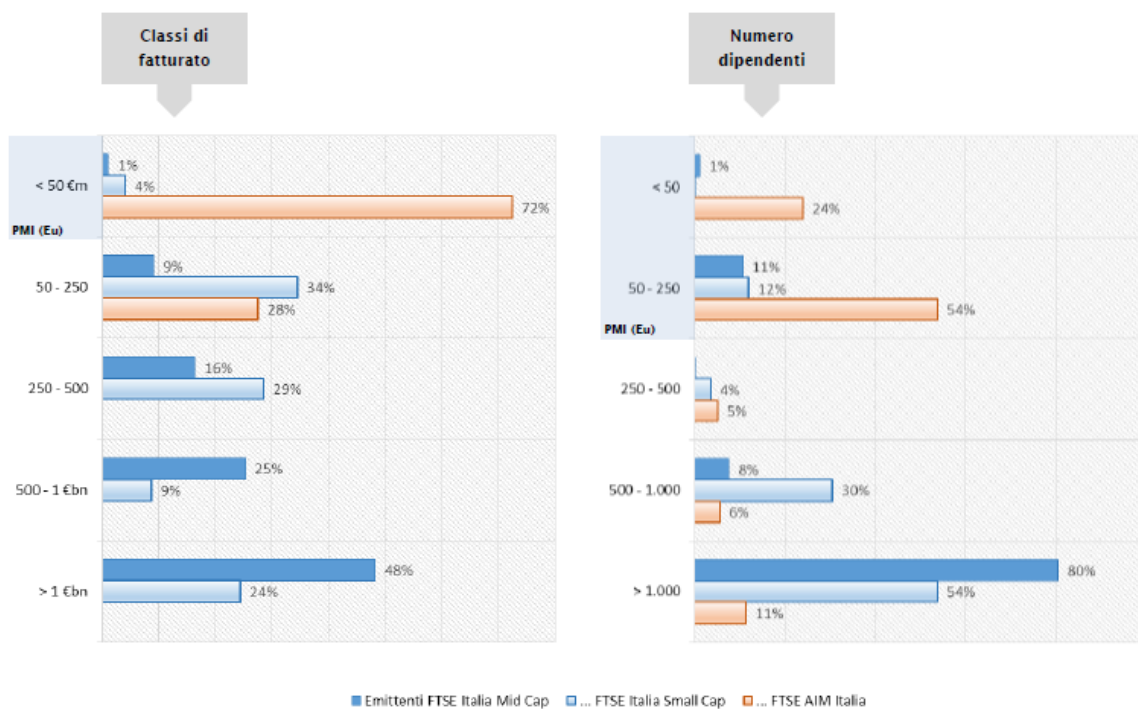


Figura 3.1.1 [4]Fonte Assogestioni: “Azioni di imprese non FTSE MIB e classificazione PMI”

Dopo aver analizzato le azioni, l’analisi si sofferma sulle obbligazioni di imprese italiane non FTSE MIB (Fig. 3.1.1 [5]). In questo caso, 1.315 milioni di euro, su 1988 milioni totali, sono investiti in imprese non quotate negli indici italiani, ciò implica che una buona parte può essere confluita verso quelle imprese che affrontano maggiori difficoltà nell’ottenere finanziamenti. L’introduzione dei PIR può essere dunque la causa dell’incremento delle quotazioni e dei collocamenti di mini-bond sul segmento ExtraMOT PRO, (vedi tabella mini-bond). Tuttavia, secondo una ricerca condotta dal Politecnico di Milano in collaborazione con Intermonte SIM¹²⁵, l’apporto dei PIR verso tali strumenti è stato pressoché nullo.

Il motivo sottostante risiede nella difficoltà per un fondo aperto nell’investire risorse in titoli non quotati o quotati, ma decisamente poco liquidi, come i mini-bond. In Italia, infatti, nel contesto del risparmio gestito, i soggetti che investono in mini-bond sono solitamente fondi chiusi di private debt, non aperti al pubblico dei piccoli risparmiatori.

Tornando all’analisi del grafico successivo, i rimanenti 673 milioni di euro sono prevalentemente confluiti verso le obbligazioni delle società appartenenti al FSTE Mid Cap.

¹²⁵ I piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano, «Quaderni di ricerca Intermonte», No.3 (marzo 2018).

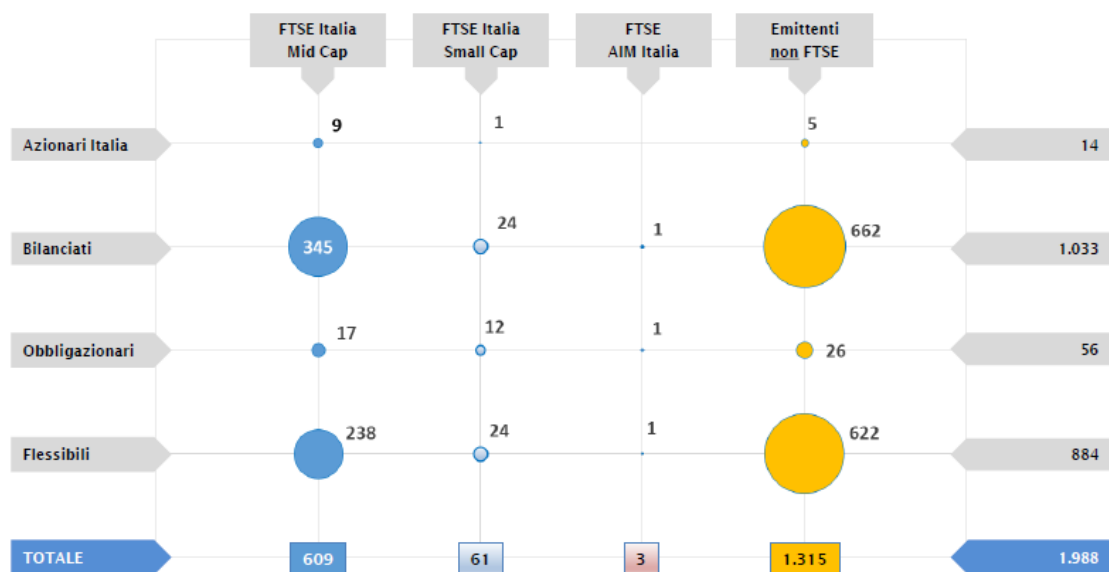


Figura 3.1.1 [5] Fonte Assogestioni: “Obbligazioni di imprese italiane non FTSE MIB”

Come in precedenza, Rota ha esaminato la percentuale di obbligazioni, detenute dai fondi PIR-conformi, emesse dalle PMI, classificate tramite gli standard europei Fig. 3.1.1 [6]). Secondo la classificazione per fatturato, le piccole e medie imprese hanno ricevuto solamente 13,15 milioni¹²⁶ di finanziamento. Secondo la classificazione per numero di dipendenti i fondi detengono circa 349,5 milioni di obbligazioni emesse dalle PMI, di cui 131,5 milioni¹²⁷ di debito emessi da piccole società e 218 milioni¹²⁸ emessi da imprese di media dimensione.

Sempre rapportando queste cifre in termini percentuali, solamente lo 0,08% dei fondi PIR è investito in titoli di debito delle PMI, secondo la classificazione per classi di fatturato, mentre la percentuale si alza al 2,21% in base alla classificazione per numero di dipendenti.

Anche nel caso delle obbligazioni, i fondi hanno preferito finanziare le società di grandi dimensioni.

¹²⁶ 1% di 1315 = 13,15 milioni

¹²⁷ 10% di 1315 = 131,5 milioni

¹²⁸ (25% di 609 + 5% di 1315) = 218 milioni

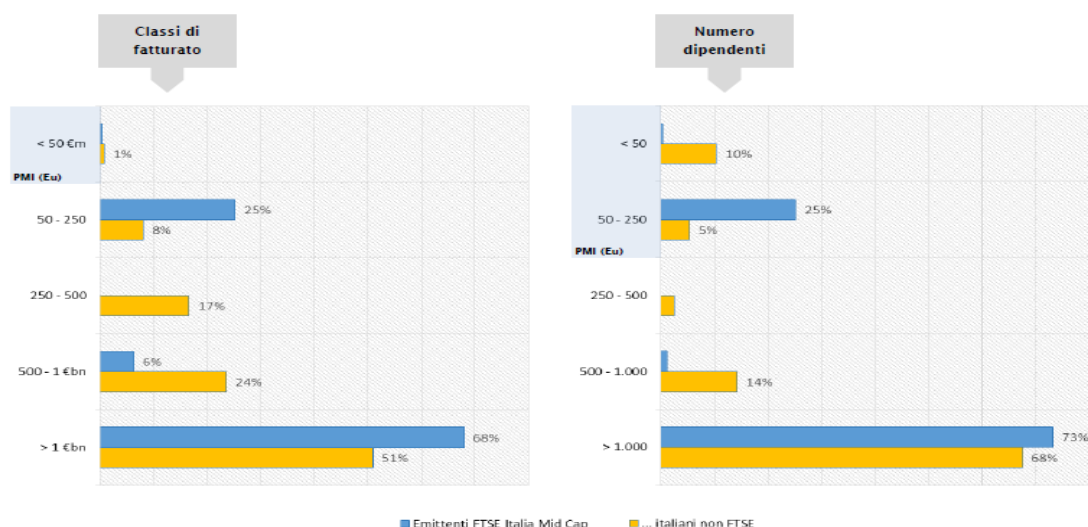


Figura 3.1.1 [6] Fonte Assogestioni: “Obbligazioni di imprese italiane non FTSE MIB e classificazione PMI”

Da questi numeri si evince che le piccole e medie imprese italiane, nel corso del primo anno di PIR, hanno ricevuto, dai gestori di fondi, finanziamenti in equity e debito per circa 265 milioni secondo la classificazione peggiore (per classi di fatturato) o per 1.090 milioni di euro secondo la classificazione migliore (per numero di dipendenti); in termini percentuali, si parla di risorse comprese tra l’1,68% e il 6,91% del patrimonio totale promosso.

A questo punto è imprescindibile domandarsi se l’obiettivo del legislatore di aumentare le opportunità di finanziamento per le PMI italiane, in particolare per quelle scarsamente servite tramite il canale bancario, è stato raggiunto.

La risposta non è semplice da fornire perché sarebbe indispensabile conoscere nel dettaglio, tutte le partecipazioni possedute dai prodotto PIR. Inoltre, per stimare l’impatto di uno strumento finanziario con arco temporale di medio-lungo termine è necessario attendere più anni. Ricordiamo che le imprese, una volta ricevuti i fondi, devono attuare un piano di investimento, i cui frutti non si osservano nel brevissimo periodo.

Gli addetti ai lavori, però, sono molto scettici riguardo al raggiungimento dell’obiettivo vero e proprio per cui sono stati creati i piani di risparmio. Nonostante i fondi PIR siano i principali investitori sul segmento AIM, il sostegno all’economia reale italiana è stato prossimo a zero, poiché gran parte del flusso è arrivato attraverso acquisti sul mercato secondario, cioè sulle azioni già presenti in Borsa, i cui prezzi sono, talvolta, lievitati a dismisura.

Secondo Anna Gervasoni, direttore generale di Aifi: “Neanche un euro dei PIR è finito nella casse di imprese non quotate attraverso strumenti di private equity, private debt e venture capital”¹²⁹.

Anche Paolo Boccardelli, direttore della Luiss Business School, ammette che non vi è particolare evidenza che i capitali siano affluiti sul mercato primario e quindi abbiamo finanziato direttamente le imprese; lo stesso sottolinea che i PIR non riescono a raggiungere una vasta fetta di società non quotate, con fatturato annuo compreso fra 50 e 200 milioni, troppo grandi per AIM Italia e non ancora pronte a spiccare il salto verso il segmento STAR, che varie ricerche indicano come le meno capitalizzate.¹³⁰

Se da un lato i PIR hanno apportato grandi quantità di denaro verso le imprese italiane quotate, assicurando un rapporto duraturo e stabile per almeno cinque anni, dall’altro non sono stati in grado di raggiungere quelle piccole e medie realtà dove il bisogno di finanziamento è maggiore. Una possibile spiegazione a questa problematica sarà esposta nel prossimo sottoparagrafo ed è da rintracciare nella stessa normativa PIR.

Ritornando all’esposizione dell’indagine di Assogestioni, dopo aver analizzato la composizione dei fondi d’investimento, Rota pone l’attenzione sui sottoscrittori dei piani di risparmio. Dalla stima effettuata su un campione di quarantuno fondi PIR, per un controvalore di 9,5 miliardi, pari all’87% della raccolta complessiva del primo anno, si evince che i sottoscrittori PIR sono stati circa 797 mila, 677 mila in più rispetto ai 120 previsti, di contro l’investimento medio è stato di 13.670 euro, rispetto ai 15.000 previsti dal legislatore. Inoltre, degli italiani che hanno scelto di costituire un PIR, solamente 279 mila detengono quote di altri fondi d’investimento, mentre 518 mila italiani, grazie ai piani individuali, si sono avvicinati per la prima volta al mondo del risparmio gestito.

Il fondo comune aperto, ad oggi, per il piccolo risparmiatore retail è senza dubbio lo strumento finanziario ideale su cui investire i propri guadagni. Il profilo rischio-rendimento è molto vario e dipende dalla tipologia di strumenti detenuti dal gestore e dalla propensione verso il rischio dell’investitore. Di norma, il fondo obbligazionario è considerato il più “sicuro”, poiché le obbligazioni garantiscono un rendimento certo se detenute fino a scadenza, a meno di default dell’emittente del titolo di debito. A sua volta, il fondo azionario è considerato “meno

¹²⁹ Cellino M., Della Valle I., *Pir, scommessa vinta ma gli investitori ora sono più freddi e le Pmi a bocca asciutta*, 24/09/2018. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-09-24/pir-scommessa-vinta-ma-pmi-restano-palo-103528.shtml?uuid=AE9IcJ5F>

¹³⁰ Idem.

sicuro”, perché più volatile. La volatilità misura l’incertezza all’interno dei mercati ed è considerato l’indicatore, per eccellenza, del rischio insito in un investimento. Maggiore è la volatilità, maggiori sono le probabilità di un’ingente perdita, ma anche di un ingente guadagno.

Come osservato nel precedente capitolo, i fondi PIR-conformi sono caratterizzati da una scarsa diversificazione geografica. È dunque necessario, che a tali soggetti sia assicurata una corretta diversificazione del proprio portafoglio complessivo.

In conclusione, è possibile affermare che il secondo obiettivo, sottostante la creazione dei piani individuali di risparmio, quello di offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie italiane, è stato raggiunto. L’avvicinamento di più di 500mila risparmiatori italiani, in un solo anno, verso forme di investimento più remunerative rispetto al semplice conto corrente, dove molto probabilmente erano detenute tali somme di denaro, è senza dubbio un risultato straordinario.

3.1.1. Analisi settoriale dei fondi PIR-conformi

Dopo aver riportato i dati di fine 2017 sull’asset allocation di tutti i fondi PIR-conformi, rilasciati da Assogestioni, propongo un’indagine sulla composizione settoriale dei principali prodotti PIR, attraverso i dati forniti da Morningstar e dalla piattaforma Bloomberg, qualora i primi non fossero disponibili. I fondi scelti per l’analisi hanno una capitalizzazione superiore ai 500 milioni di euro e una capitalizzazione complessiva di circa 9,2 miliardi di euro, che rappresenta il 48,45% del patrimonio PIR promosso.

L’ordine di esposizione segue il valore di capitalizzazione complessiva del gruppo di appartenenza.

Gruppo Mediolanum:

- Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia, capitalizzazione al 21/01/2019: 2.430,99 milioni, ISIN: IT0004985138, categoria: Flessibili. (Fig. 3.1.1 [1])
- Mediolanum Flessibile Futuro Italia, capitalizzazione al 21/01/2019: 1.416,52 milioni, ISIN: IT0004985112, categoria: Flessibili. (Fig. 3.1.1 [2])

Primi 5 Settori	%
Finanza	29,38
Beni industriali	18,27
Beni di consumo ciclici	18,27
Tecnologia	11,15
Salute	8,21

Figura 3.1.1 [1]

Primi 5 Settori	%
Finanza	32,99
Beni di consumo ciclici	16,78
Servizi di pubblica utilità	12,79
Energia	12,04
Beni industriali	10,47

Figura 3.1.1 [2]

Fonte Morningstar: "Analisi settoriale fondi Mediolanum: Sviluppo Italia e Futuro Italia"

Il settore "finanza", comprensivo di istituti finanziari, assicurativi e titoli di stato, è quello in cui sono confluiti maggiori flussi di denaro, circa 1.173 milioni di euro, dati dalla somma fra 705 milioni del fondo Sviluppo Italia e 468 milioni del fondo Futuro Italia.

Gruppo Intesa Sanpaolo:

- Eurizon Progetto 40, capitalizzazione al 28/12/2018: 1.245,31 milioni, ISIN: IT0005241614, categoria: Bilanciati. (Fig. 3.1.1 [3])
- Fideuram Piano Azioni Italia, capitalizzazione al 28/12/2018: 731,19 milioni, ISIN: IT0005245714, categoria: Azionari Italia. (Fig. 3.1.1 [4])

Primi 5 Settori	%
Finanza	25,21
Beni industriali	16,41
Beni di consumo ciclici	14,24
Tecnologia	10,65
Servizi di pubblica utilità	10,05

Figura 3.1.1 [3]

Top ind. alloc gruppo	
Banche	12.78%
Elettricità	6.74%
Serv finanz di...	3.98%
Sovrani	3.84%
Assicurazione	3.71%
Petrolio/gas	3.50%

Figura 3.1.1 [4]

Fonte Morningstar e Bloomberg: "Analisi settoriale fondi Intesa: Eurizon e Fideuram"

Il settore finanza, anche per i due fondi gestiti dal Gruppo Intesa, è dominante rispetto alle altre tipologie. Le percentuali complessive si aggirano intorno al 25% e le risorse confluite sono pari a quasi 500 milioni di euro.

Gruppo Amundi:

- Amundi Risparmio Italia, capitalizzazione al 28/12/2018: 1.434,38 milioni, ISIN: IT0005238966, categoria: Bilanciati Obbligazionari. (Fig. 3.1.1 [5])

Arca:

- Arca Economia Reale Bilanciato Italia 30 P, capitalizzazione al 21/01/2019: 990,74 milioni, ISIN: IT0005241085, categoria: Bilanciati Obbligazionari. (Fig. 3.1.1 [6])

Anima:

- Anima Crescita Italia, capitalizzazione al 31/12/2018: 960,98 milioni, ISIN: IT0005242117, categoria: Bilanciati Obbligazionari. (Fig. 3.1.1 [7])

Top ind. alloc gruppo	
Banche	26.44%
Elettricità	11.82%
Srvzi commer...	6.41%
Al dettaglio	4.57%
Gas	4.22%
Trasporti	3.72%

Figura 3.1.1 [5]

Primi 5 Settori	%
Finanza	35,69
Beni industriali	10,66
Immobiliare	9,61
Energia	9,09
Beni di consumo ciclici	7,71

Figura 3.1.1 [6]

Primi 5 Settori	%
Beni industriali	27,84
Finanza	23,55
Beni di consumo ciclici	16,58
Servizi di pubblica utilità	14,25
Tecnologia	8,92

Figura 3.1.1 [7]

Fonte Bloomberg e Morningstar: "Analisi settoriale fondi: Amundi, Arca e Anima"

Il fondo di Arca è l'unico fondo, di quelli analizzati, che non detiene il settore finanziario al primo posto nella classifica di composizione settoriale del portafoglio, anche se la percentuale è pari al 23,55%. La somma di denaro, dei tre fondi, confluita verso titoli emessi da istituti finanziari, assicurativi e governativi è pari a 960 milioni di euro.

Dei 9,2 miliardi gestiti da questi sette fondi, circa 2,633 miliardi sono stati girati verso il settore finanziario, in termini percentuali si parla del 28,62%.

Questi numeri e queste cifre sostengono la critica mossa da Gianfranco Ursino, giornalista del Sole24Ore, secondo cui il fenomeno PIR ha finanziato in primis le banche a dispetto delle PMI.¹³¹

Nel presente articolo sono riportate, inoltre, le interessanti interviste rilasciate da Marco Rosati, amministratore delegati di Zenit SGR e di Marco Nascimbene, gestore del fondo "Fondersel P.M.I." di Ersel Asset Management SGR.

Il primo afferma: "I nostri due PIR hanno una quota di titoli di PMI italiane molto rilevante. In particolare, il fondo azionario viaggia con percentuali intorno al 20-30% di titoli del FTSE

¹³¹ Ursino G., *Se i Pir finanziano in primis le banche*, 25/03/2017. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-03-27/se-pir-finanziano-primis-banche-170346.shtml?uuid=AE6gPdr>

MIB e il 70-80% in Mid Cap; solo il 10% circa è investito in azioni dell'AIM, che equipariamo ai titoli non quotati perché sono in buona misura illiquidi”¹³².

Il secondo ribadisce: “Abbiamo necessità di selezionare in primis titoli liquidi. Sul nostro PIR il 40% circa del portafoglio è investito sui principali 40 titoli del listino che compongono il FTSE MIB. Mentre sulle Small Cap c'è solo il 6% e in particolare sull'AIM abbiamo posizioni esclusivamente sulle SPAC. Il resto è investito sulle Mid Cap”¹³³.

L'autore dell'articolo sottolinea che le azioni delle società quotate all'AIM, per i gestori, rientrano di default nel calcolo del 10% massimo di titoli non liquidi in cui un fondo può investire, poiché in tale segmento di mercato sono, in genere, quotate società di piccole dimensioni con basso flottante. Il requisito minimo di flottante richiesto per le imprese che intendono quotarsi nell'AIM è difatti pari al 10%.

È bene ricordare che i fondi PIR-conformi sono fondi comuni d'investimento aperti, ciò significa che all'investitore viene riconosciuto il diritto di richiedere in qualsiasi momento il rimborso della propria quota. Tale elemento discrezionale influisce anche sulla politica di investimento del fondo, infatti, la possibilità che l'investitore possa esigere in qualsiasi momento il rimborso della quota espone questa tipologia di fondi ad un rischio evidente di illiquidità e ciò richiede che il patrimonio del fondo sia investito in strumenti finanziari velocemente monetizzabili. Per di più, se i fondi aperti sono anche armonizzati, cioè disciplinati dalla direttiva europea UCITS IV¹³⁴, essi sono sottoposti al rispetto di criteri e vincoli d'investimento, improntati al contenimento del rischio e al mantenimento di una elevata soglia di liquidabilità del portafoglio.

Uno dei vincoli UCITS, al quale faceva riferimento in precedenza anche l'autore dell'articolo, è il limite massimo d'investimento in titoli non liquidi, pari al 10% del valore complessivo del fondo.

Per concludere quanto detto finora, l'esigenza di investire in titoli liquidi non consente ai gestori dei fondi PIR-conformi, di girare cifre importanti verso le PMI caratterizzate dalle difficoltà di accesso al canale bancario tradizionale, quelle che contraddistinguono il tessuto

¹³² Ursino G., *Se i Pir finanziano in primis le banche*, 25/03/2017. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-03-27/se-pir-finanziano-primis-banche-170346.shtml?uuid=AE6gPdr>

¹³³ Idem

¹³⁴ DIRETTIVA 2009/65/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Anche chiamata UCITS IV: Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities.

economico italiano, quelle che si proponeva di aiutare il legislatore con la creazione dei PIR. Per questo, ritengo corretto il pensiero di Ursino: “Per sostenere le PMI italiane sarebbe stato meglio concedere agevolazioni ai fondi di private equity e venture capital, con capitali raccolti solo tra investitori istituzionali e, soprattutto consapevoli”.

Il fondo d’investimento aperto, a causa dei suoi vincoli di liquidità posti a difesa del cliente retail, non consente l’immissione di risorse in quella parte di tessuto produttivo italiano “dimenticato” dalle banche; i fondi di private equity e venture capital sono la chiave di volta per il finanziamento di tali realtà. Tuttavia, credo che i PIR siano un ottimo strumento, in grado di migliorare l’efficienza del mercato finanziario nazionale e di stimolare nuove imprese italiane verso la quotazione in Borsa, come dimostrato nelle prossime pagine.

3.2. “Effetto PIR” sul mercato azionario italiano

Per capire se i PIR hanno impattato positivamente sul mercato finanziario è necessario analizzare più fattori. All’interno di questo paragrafo proverò a descrivere l’effetto dei piani di risparmio attraverso lo studio dei principali indicatori finanziari, quali indici, prezzi, volumi di scambio e bid-ask spread. Infine, proverò a esporre l’impatto dei piani di risparmio in termini di nuove quotazioni e raccolta sul mercato primario (IPO).

3.2.1. Analisi degli indici di mercato

Con l’introduzione dei PIR, la società FTSE Russel ha lanciato sei nuovi indici per valorizzare le opportunità offerte dalla nuova normativa. Lanciati nel maggio 2017, i sei indici sono stati disegnati con riferimento ai requisiti di diversificazione del portafoglio previsti dalla disciplina PIR. Questi sono stati costruiti a partire dalla serie di indici FTSE Italia, pertanto ponderati tenendo conto del flottante, applicando i requisiti di diversificazione della disciplina e costruendo panieri sulla base delle indicazioni degli investitori. I sei indici sono:

- FTSE Italia PIR PMI All Index, l’indice comprende tutte le società quotate nel segmento Mid Cap, Small Cap e AIM Italia, escludendo le società estere;
- FTSE Italia PIR Mid Small Cap Index, l’indice comprende tutte le società quotate nel segmento Mid Cap, Small Cap, escludendo le società estere;

- FTSE Italia PIR PMI Plus Index, l'indice comprende le ottanta società più liquide e capitalizzate del segmento Mid Cap e Small Cap, escludendo le società estere;
- FTSE Italia PIR STAR Index, l'indice comprende le quaranta società più liquide e capitalizzate del segmento STAR, escludendo le società estere e quelle appartenenti al FTSE MIB;
- FTSE Italia PIR Benchmark Index, l'indice comprende tutte le società quotate nel segmento FTSE MIB, escludendo le società estere e comprende, inoltre, le società appartenenti al FTSE Italia PIR PMI Plus Index;
- FTSE Italia PIR Benchmark STAR Index, l'indice comprende tutte le società quotate nel segmento FTSE MIB, escludendo le società estere e comprende, inoltre, le società appartenenti al FTSE Italia PIR STAR Index.

I primi quattro indici sono focalizzati sulle PMI italiane, mentre gli ultimi due includono anche le “*blue chips*” del FTSE MIB, in modo da rappresentare un benchmark per l'intera porzione italiana dei portafogli PIR. Tutti gli indici sono soggetti a un “*capping*” per rispettare le politiche di investimento della direttiva UCITS IV. Gli ultimi due, invece, sono anche soggetti a un capping preliminare che mantiene il peso delle azioni del FTSE MIB sotto il 60%, un approccio cautelativo per assicurare il rispetto della soglia del 70%. Infine, tutte le operazioni di capping sono effettuate su base trimestrale.

Nel documento “Indici Ftse Italia PIR, Domande Frequenti”¹³⁵ alla pagina cinque è presente il grafico sottostante, nel quale sono evidenziate le società idonee a PIR (Fig. 3.2.1 [1]).

¹³⁵ FTSE Russel, *Indici Ftse Italia PIR: Domande Frequenti*.

Consultabile al link: <https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-PIR-FAQ-ITA.pdf>

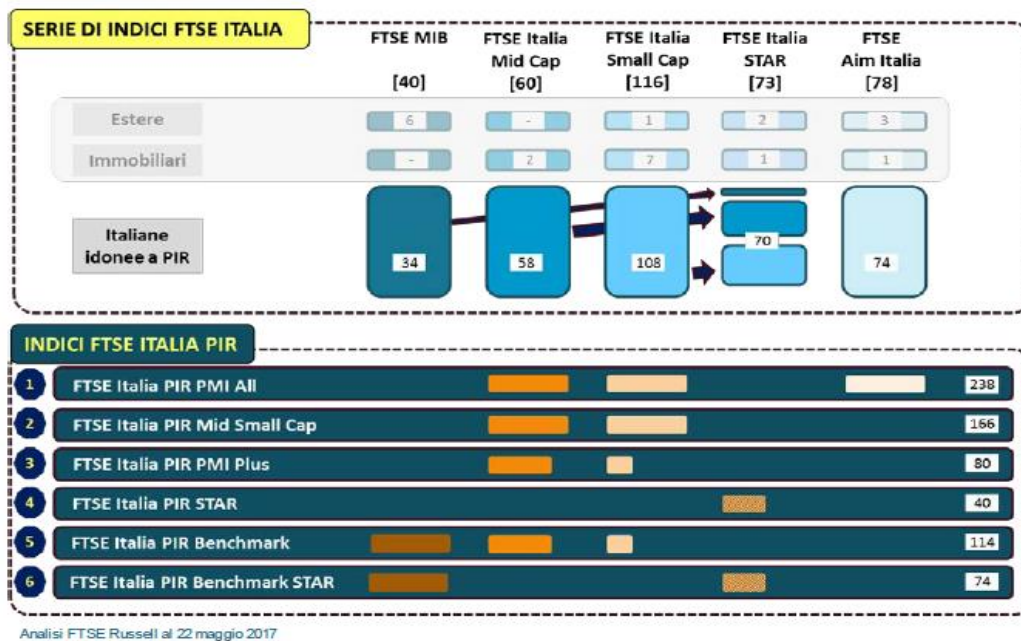


Figura 3.2.1 [1] “Società Idonee PIR”

Il grafico risale a maggio 2017, quando ancora le società immobiliari non erano considerate PIR-conformi. La modifica inclusiva per tali imprese è stata effettuata nel corso del 2018. Inoltre, è possibile notare che il gruppo FTSE Russel esclude sotto la voce “Estere”, per esempio, sei società appartenenti all’indice FTSE MIB. Suppongo che le sei società, a cui fa riferimento tale grafico, sono:

- CNH Industrial N.V., con sede legale ad Amsterdam (Paesi Bassi)
- Exor N.V., con sede legale ad Amsterdam (Paesi Bassi)
- Ferrari N.V., con sede legale ad Amsterdam (Paesi Bassi)
- Fiat Chrysler Automobiles N.V., con sede legale ad Amsterdam (Paesi Bassi)
- STMicroelectronics N.V., con sede legale a Schiphol (Paesi Bassi)
- Tenaris S.A., con sede legale a Lussemburgo (Lussemburgo)

Riprendendo la normativa, esposta nel secondo capitolo, gli strumenti PIR-conformi sono:

“Strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono un’attività con

stabile organizzazione in Italia e sono residenti nel territorio dello Stato e in Stati membri UE o “SEE”¹³⁶.

Le sei società sopraelencate, anche se non residenti nel territorio italiano, per la disciplina PIR, sono comunque da considerarsi strumenti qualificati, poiché svolgono un’attività con stabile organizzazione in Italia e sono residenti in uno Stato membro UE. Trovo dunque inesatto escluderle dal conteggio dell’indice, creato appositamente come benchmark degli strumenti qualificati per la normativa PIR.

A causa di questo motivo, credo sia necessaria la revisione del requisito con il quale il FTSE Russel decide di non ammettere, alla composizione dell’indice, le società con residenza legale estera. Una modifica che non credo sia stata effettuata durante il 2018, poiché nel documento, risalente allo scorso 19 novembre, dove sono elencate le imprese che compongono il FTSE Italia PIR Benchmark, le sei società in questione non sono presenti. (Fig. 3.2.1 [2])

FTSE Italia PIR Benchmark

19 November 2018

Indicative Index Weight Data as at Closing on 28 September 2018

Constituent	Index weight (%)	Country	Constituent	Index weight (%)	Country	Constituent	Index weight (%)	Country
ADA	0.53	ITALY	Diasonn	1.05	ITALY	Poggio & C	0.27	ITALY
Acea	0.47	ITALY	diobank	0.32	ITALY	Pirelli & C	0.72	ITALY
Aesre	0.07	ITALY	El Towers	0.74	ITALY	Poste Italiane	0.73	ITALY
Amplifon	1.9	ITALY	El Eni	0.19	ITALY	Prima Industrie	0.15	ITALY
Anima Holding	1.01	ITALY	Enav	0.89	ITALY	Prisma	1.21	ITALY
Ansaldo Sts	0.38	ITALY	Enel	7.87	ITALY	Rai Way	0.35	ITALY
Aquafil	0.22	ITALY	Eni	9.35	ITALY	Rcs Mediagroup	0.09	ITALY
Ascopiave	0.19	ITALY	Erg	0.81	ITALY	Recordati	0.64	ITALY
Astaldi	0.03	ITALY	Espinet	0.08	ITALY	Reno de Medici	0.13	ITALY
ASTM	0.53	ITALY	Falck Renewables	0.18	ITALY	Regip	1.02	ITALY
Atlantia	2.18	ITALY	Fiera Milano	0.08	ITALY	Retailt	0.18	ITALY
Autogrill	0.94	ITALY	Fila	0.22	ITALY	Roma	0.05	ITALY
Avio	0.2	ITALY	Fincentieri	0.54	ITALY	Saes Getters	0.15	ITALY
Azmut Holding	0.35	ITALY	Fincoobank	1.04	ITALY	Safilo Group	0.05	ITALY
Banca Carige	0.24	ITALY	Generali	4.43	ITALY	Salpem	0.69	ITALY
Banca Farmalavoring	0.38	ITALY	Geox	0.14	ITALY	Salini Impregio	0.29	ITALY
Banca Generali	0.29	ITALY	GIIMA TT	0.32	ITALY	Salvatore Ferragamo	0.23	ITALY
Banca Iliis	0.31	ITALY	Hera	1.8	ITALY	Saras	0.71	ITALY
Banca Mediolanum	0.33	ITALY	Igd - Immobiliare Grande Distribuzione	0.27	ITALY	Sesa	0.15	ITALY
Banca Monte Paschi Siena	0.49	ITALY	Ima	1.02	ITALY	Sias	0.74	ITALY
Banca Popolare Sondrio	1.24	ITALY	Interpump Group	1.97	ITALY	Snam	1.89	ITALY
Banco BPM	0.74	ITALY	Intesa Sanpaolo	7.63	ITALY	Sogefi	0.07	ITALY
Beni Stabili	0.64	ITALY	Inwit	1.29	ITALY	Tambuni Investment Partners	0.56	ITALY
Biesse	0.35	ITALY	Iren	0.88	ITALY	Technogym	0.86	ITALY
BPER Banca	0.35	ITALY	Italgas	0.53	ITALY	Telecom Italia	1.29	ITALY
Brembo	0.4	ITALY	Italmobiliare	0.19	ITALY	Terna	1.49	ITALY
Brunello Cucinelli	0.94	ITALY	Juventus Football Club	0.45	ITALY	Tod's	0.64	ITALY
Buzzi Unicem	0.29	ITALY	La Dona	0.08	ITALY	Txt	0.05	ITALY
Cairo Communication	0.18	ITALY	Leonardo	0.92	ITALY	Ubi Banca	0.81	ITALY
Campani	0.95	ITALY	Luxottica Group	2.09	ITALY	Unicredit	6.64	ITALY
Carel Industries	0.33	ITALY	Maire Tecnimont	0.47	ITALY	Unieuro	0.13	ITALY
Cattolica Assicurazioni	0.97	ITALY	Marr	0.7	ITALY	Unipol	0.49	ITALY
Cementir Holding	0.23	ITALY	Mediaset	0.19	ITALY	UnipolSai	0.35	ITALY
Cerved Group	1.52	ITALY	Mediobanca	1.18	ITALY	Zignago Vetro	0.22	ITALY
Cir	0.24	ITALY	Molmed	0.1	ITALY			
Credito Emiliano	0.36	ITALY	Moncler	1.46	ITALY			
Credito Varesinese	0.6	ITALY	Mondadori Editore	0.15	ITALY			
Danieli & C	0.22	ITALY	Mondo Tv	0.07	ITALY			
Datalogic	0.52	ITALY	Multimediale	0.33	ITALY			
De Longhi	1.46	ITALY	OVS	0.36	ITALY			

Figura 3.2.1 [2] “Società che compongono l’indice FTSE Italia PIR Benchmark, 19 novembre 2018”

¹³⁶ Legge 232/2016. Art.1, Comma 102.

Per concludere tale disamina riporto, rispettando l'ordine precedente di descrizione, il rendimento ottenuto dei sei indici (Fig. 3.2.1 [3]):

30/12/2016	28/12/2018	Rendimento
17251,17	18206,04	5,54%
17548,88	18446,68	5,12%
18095,32	18848,87	4,16%
30943,39	35128,58	13,53%
14586,14	14118,15	-3,21%
18808,63	18951,94	0,76%

Figura 3.2.1 [3] "Rendimento indici FTSE PIR"

A parte il FTSE Italia PIR Benchmark, gli indici dedicati ai piani di risparmio hanno conseguito ritorni positivi nell'arco dei primi due anni. Da sottolineare la performance del +13,53% delle quaranta società a maggiore capitalizzazione del segmento STAR.

Oltre alla performance degli indici FTSE Italia PIR è doveroso riportare anche il rendimento, durante il corso dei primi due anni di PIR, dei cinque principali segmenti azionari italiani: FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Italia STAR e FTSE Aim Italia. (Fig. 3.2.1 [4])

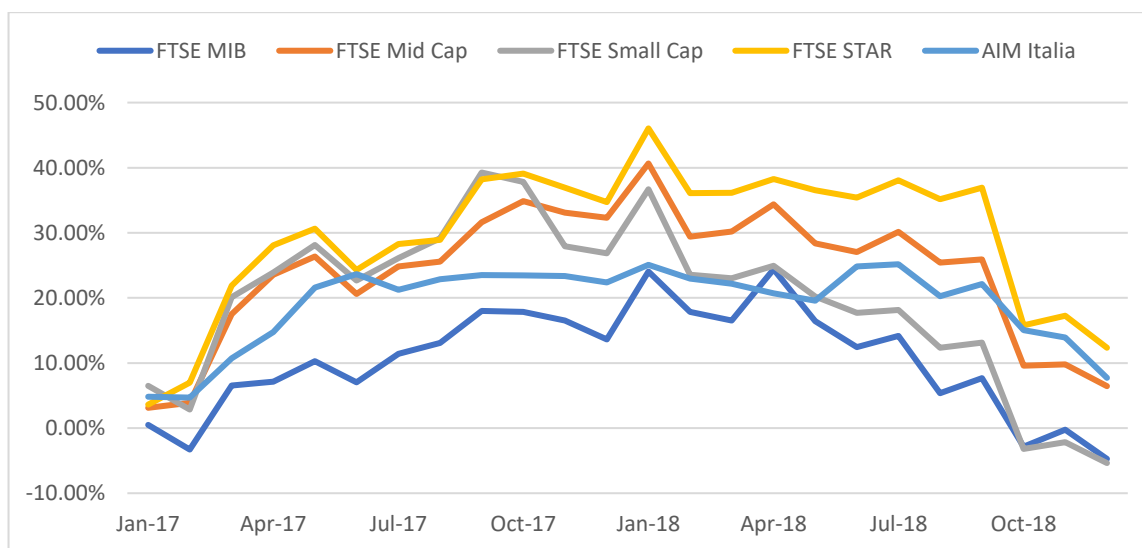


Figura 3.2.1 [4] "Andamento dei principali indici italiani"

L'indice FTSE MIB e il FTSE Italia Small Cap hanno ottenuto rispettivamente il -4,73% e il -5,37%, mentre il FTSE Italia STAR è il listino con il maggiore rendimento pari a +12,34%, seguito dal FTSE AIM Italia +7,73% e dal FTSE Italia Mid Cap +6,45%.

Prima di analizzare l’impatto PIR sui nostri mercati è di fondamentale importanza il confronto fra l’andamento degli indici italiani con gli equivalenti europei, per capire se eventuali sovra-performance sono da attribuirsi all’introduzione dei piani di risparmio o al ciclo economico del vecchio continente.

Gli indici equiparabili a livello europeo con il nostro listino sono: il tedesco DAX 30, il francese CAC 40, l’inglese FTSE e il paniere delle principali aziende dell’eurozona STOXX 50. Si può notare che fino a maggio 2018, l’indice più performante è stato il FTSE MIB per poi riallineare il proprio rendimento nel secondo semestre dell’anno (Fig. 3.2.1 [5]).

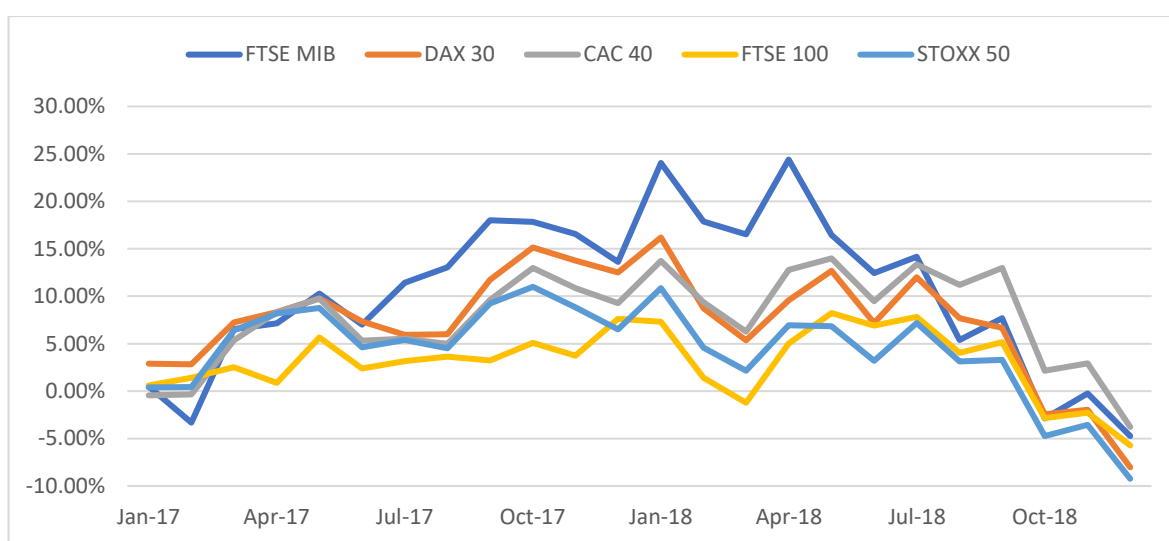


Figura 3.2.1 [5] “Andamento dei maggiori indici europei”

Nell’ottica delle Mid Cap, indici equiparabili a livello europeo sono il tedesco MDAX e il francese CAC Mid 60. L’indice italiano, come si evince dal grafico successivo, è stato il migliore negli ultimi due anni (Fig. 3.2.1 [6]).

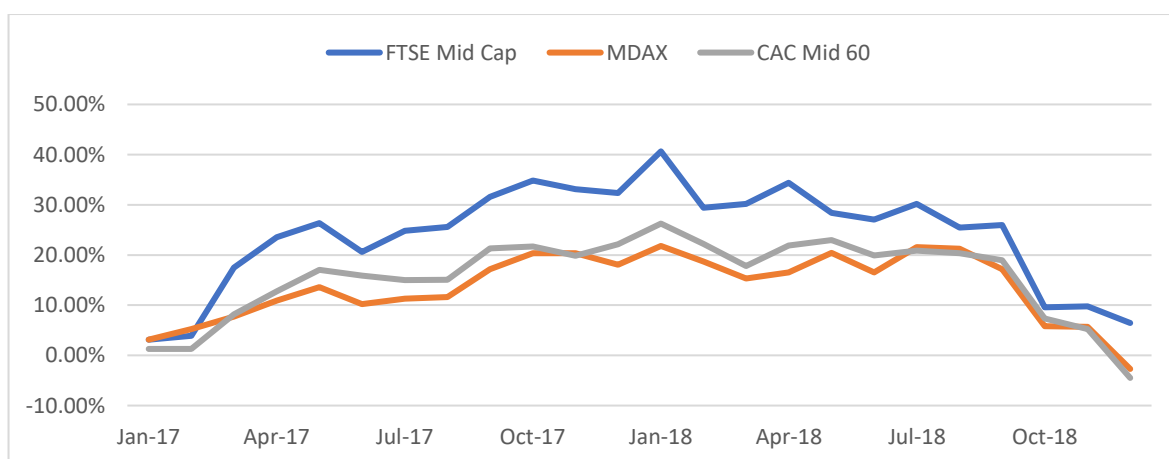


Figura 3.2.1 [6] “Andamento dei maggiori indici europei Mid Cap”

Dal punto di vista delle Small Cap, gli indici equiparabili a livello europeo sono: il tedesco SDAX, il francese CAC Small, l'inglese Russell 2000 e il paniere europeo STOXX Small 200. Tutti e cinque gli indici a fine biennio hanno conseguito un rendimento negativo che va dal -1,42% dell'indice inglese al -5,37% italiano. Quest'ultimo però, nell'anno di introduzione dei piani di risparmio, ha sopra-performato di oltre venti punti percentuali il migliore indice estero. L'effetto PIR sembra poi essere "svanito" da gennaio 2018 (Fig. 3.2.1 [6]).

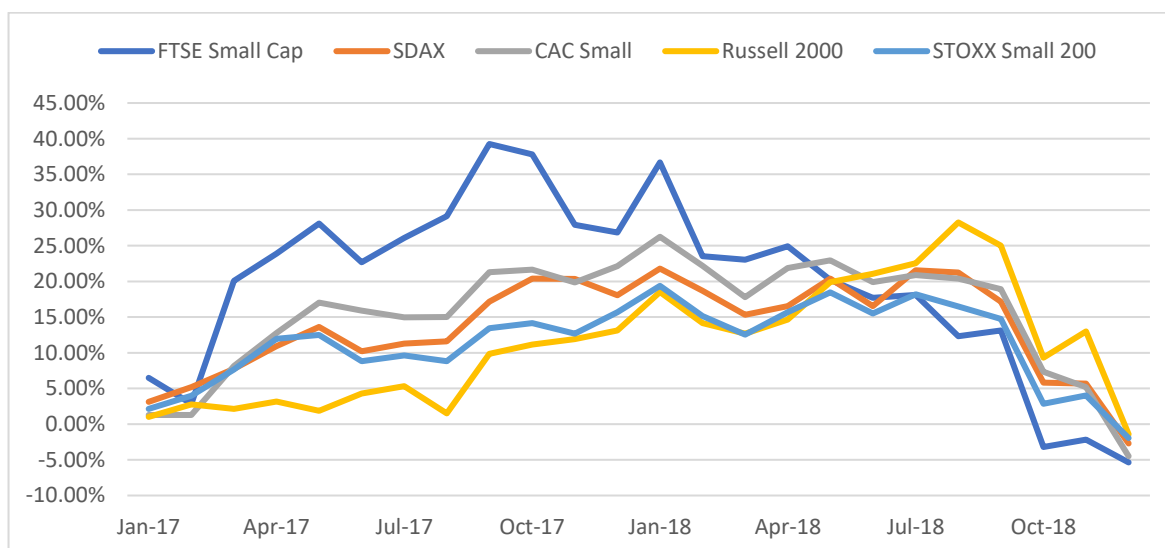


Figura 3.2.1 [7] "Andamento dei maggiori indici europei Small Cap"

In conclusione, si può affermare che, a due anni dall'introduzione dei PIR, solamente il listino delle Mid Cap ha ottenuto un rendimento significativamente superiore ai suoi equivalenti europei.

3.2.2. Analisi BHAR

Per dimostrare empiricamente se ci sia stato o meno un effetto PIR sui prezzi azionari delle società italiane, non basta comparare i nostri indici con i rispettivi equivalenti europei, ma è necessario condurre un'analisi finanziaria più profonda e strutturata. Intermonte SIM, con l'appoggio del Politecnico di Milano, nel marzo 2018, ha rilasciato un'indagine interessante ed esaustiva per documentare l'impatto PIR sul mercato italiano, nel corso del 2017.¹³⁷

La mia analisi riprende la metodologia sottostante a quella di Intermonte, ma vi sono tre importanti differenze: l'arco temporale di studio è stato ampliato di un anno, la fonte dati è

¹³⁷ *I piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*, «Quaderni di ricerca Intermonte», No.3 (marzo 2018).

differente e per la stima del rendimento atteso dei titoli azionari sarà utilizzato un modello differente.

Nel dettaglio, mi avvalgo della piattaforma Bloomberg e non Borsa Italiana come fonte dati e il modello di stima che adopererò è il CAPM e non il Fama-French, mentre la metodologia ripresa è l'analisi BHAR, o “*buy-and-hold abnormal return*”. In finanza aziendale, tale metodologia è utilizzata per stimare i rendimenti anomali in eventi di lungo termine.

I BHAR sono definiti come la differenza tra rendimenti “buy-and-hold” e i rendimenti attesi dal modello previsionale scelto, su un arco temporale definito. Molti analisti sostengono che l'approccio BHAR descrive nel miglior modo possibile il risultato di un investimento azionario di lungo termine.¹³⁸

Se chiamiamo R_{it} il rendimento realizzato da una società al mese t ed $E(R_{it})$ il rendimento atteso della stessa società al mese t , allora il rendimento anomalo è dato da:

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it}))$$

Per testare l'ipotesi nulla che la media cumulata dei rendimenti anomali è pari a zero per un campione “ n ” di imprese, è possibile condurre un test statistico definito t-test, utilizzando la distribuzione t di Student. La formula è la seguente:

$$t_{BHAR} = \frac{\overline{BHAR}_{it}}{\sigma_{BHAR_{it}}/\sqrt{n}}$$

dove per \overline{BHAR}_{it} si indica la media aritmetica dei BHAR e con $\sigma(BHAR_{it})$ la deviazione standard dei rendimenti anomali del campione, formato dalle “ n ” imprese.

Per la stima dei rendimenti attesi, come scritto in precedenza, utilizzerò il modello “Capital Asset Pricing Model”, o CAPM, a differenza del modello multifattoriale Fama-French adoperato da Intermonte, poiché non vi sono evidenze empiriche che dimostrino la sua efficacia previsionale nel mercato dei capitali italiano.¹³⁹

¹³⁸ Barber, B.M. and Lyon, J.D., *Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: the Empirical Power and Specification of Test Statistics*, «Journal of Financial Economics», No. 43 (1997), pp. 341-372.

¹³⁹ Il modello di Fama-French prevede, in aggiunta al CAPM, che il rendimento atteso di un titolo dipende anche dalla capitalizzazione di mercato e dal “book to market ratio” della società. Nel dettaglio le società poco capitalizzate e con elevato rapporto fra valore contabile e valore di mercato, nel lungo periodo, sul mercato americano, realizzano un alpha positivo, cioè un rendimento aggiuntivo, non spiegato dal CAPM.

Proposto da William Sharpe nel 1964, il CAPM descrive la relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, determinata tramite un unico fattore di rischio, detto Beta. Il fattore Beta misura il rischio sistematico, o rischio di mercato, cioè la correlazione fra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato di riferimento, spesso identificato tramite un indice azionario.

Dato un rendimento privo di rischio, identificato con r_f , secondo il CAPM il rendimento atteso di un titolo “i” può essere espresso come:

$$E(r_i) = \beta_{im} (E(r_m) - r_f) + r_f$$

dove r_i e r_m sono il rendimento rispettivamente del titolo e del portafoglio di mercato e β_{im} è pari a:

$$\beta_{im} = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Per condurre l’analisi ho dunque scaricato dalla piattaforma Bloomberg i seguenti dati, per ogni titolo azionario del campione:

- Le ventiquattro osservazioni del prezzo mensile dell’azione dal 30/12/2016 al 28/12/2018, per la stima del rendimento mensile effettivo realizzato;
- Le cinquantadue osservazioni settimanali del fattore “*Beta Adjusted*”¹⁴⁰ durante il corso del 2016, per la stima di tale variabile attraverso la media aritmetica dei valori raccolti;
- Le ventiquattro osservazioni mensili del numero di azioni circolanti dal 30/12/2016 al 28/12/2018, per la stima della capitalizzazione di mercato.

Inoltre, è stato necessario scaricare:

¹⁴⁰ Il Beta Adjusted è una correzione del Raw Beta, o Beta storico, sulla base dell’assunzione che il Beta di ogni titolo tenderà nel lungo periodo verso il Beta di Mercato, cioè verso il valore 1.
beta adj = 0,666 * raw beta + 0,333

- Le ventiquattro osservazioni del prezzo mensile dell'indice FTSE MIB sempre dal 30/12/2016 al 28/12/2018, per la stima del rendimento mensile di mercato, o r_m ;
- Le ventiquattro osservazioni mensili della capitalizzazione di mercato dei cinque indici azionari: FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Italia STAR, FTSE Aim Italia, dal 30/12/2016 al 28/12/2018 per la ponderazione dei BHAR per la capitalizzazione di mercato.

Per la stima del tasso “*risk free*”, o r_f , ho utilizzato i rendimenti lordi delle aste dei BTP a 20 anni. Nel dettaglio, il rendimento risk free per l'anno 2017 è dato dalla media aritmetica delle tre aste del 2017, a sua volta il rendimento risk free del 2018 è dato dalla media aritmetica delle tre aste del 2018. Per trovare il rendimento mensile r_f , infine, ho elevato il tasso risk free annuale per 1/12, ottenendo un valore di 0,22% per il 2017 e di 0,25% per il 2018.

Prima di riportare i risultati della mia analisi, descriverò brevemente quelli di Intermonte.

L'analisi BHAR, condotta dalla sopracitata SIM, ha come mese di partenza settembre 2016, poiché esattamente il giorno 21 del medesimo, il governo annunciò la proposta di detassazione dei profitti per gli investimenti in imprese italiane a medio lungo termine. Il campione utilizzato è formato dai cinque principali indici del listino azionario italiano: FTSE MIB, FTSE Italia STAR, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Aim Italia.

I risultati evidenziano un performance anomala molto contenuta per l'indice FTSE MIB, mentre rilevano un'ottima performance anomala del segmento STAR, già dal 2016, inoltre è interessante notare come i titoli quotati sull'AIM abbiano reagito allo stimolo dei PIR con un certo ritardo, solo a partire da maggio 2017 (Fig. 3.2.2 [1]).

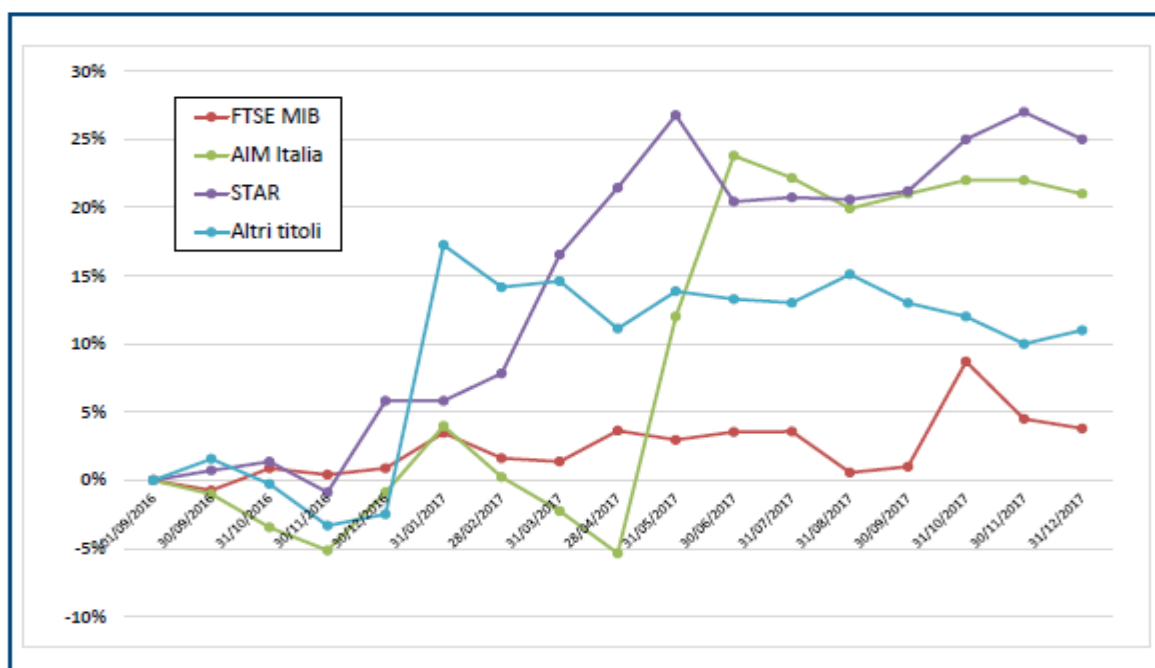


Figura 3.2.2 [1] Fonte Intermonte: “Rendimenti cumulati medi (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli appartenenti ai diversi segmenti del listino azionario.”

Infine, con il test di significatività è stato dimostrato che i rendimenti dei titoli del segmento STAR, a partire dal 1° gennaio 2017, sono significativi al livello statistico del 99%, mentre i rendimenti anomali dei titoli appartenenti ai listini AIM Italia e al Mid e Small Cap sono significativi al 95% (Fig. 3.2.2 [2]).

Paniere:	BHAR da 1/9/2016	CAR da 1/9/2016	BHAR da 1/1/2017	CAR da 1/1/2017
Titoli FTSE MIB	+4,21%	+2,33%	+2,95%	+1,80%
Titoli segmento STAR	+24,99% ***	+22,38% ***	+18,05% ***	+16,87% ***
Titoli AIM Italia	+20,35% *	+17,85% **	+20,53% **	+18,88% **
Altri titoli	+11,87% *	+11,48% *	+12,25% **	+11,84% **

*, **, *** = la differenza rispetto al rendimento mensile dei titoli FTSE MIB è significativa rispettivamente al livello statistico del 90%, 95%, 99%

Figura 3.2.2 [2] Fonte Intermonte: Rendimenti medi ‘anomali’ dei segmenti azionari analizzati (BHAR e CAR) fino al 31/12/2017.

A differenza di Intermonte, ho deciso di scremare il campione dei titoli italiani, inserendo nell’analisi solamente quelli quotati su Borsa Italiana, almeno, da giugno 2016, per poter lavorare con una stima del valore Beta, che non tenga in considerazione l’avvento dei PIR.

L’analisi BHAR è stata effettuata su sei campioni differenti:

1. Trentasette società appartenenti all'indice FTSE MIB, i cui BHAR cumulati sono dati dalla somma dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo, ponderati per la capitalizzazione di mercato;
2. Centosessanta società appartenenti all'indice FTSE Italia Mid e Small Cap, i cui BHAR cumulati sono dati dalla somma dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo, ponderati per la capitalizzazione di mercato;
3. Cinquantadue società appartenenti all'indice FTSE Aim Italia, i cui BHAR cumulati sono dati dalla somma dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo, ponderati per la capitalizzazione di mercato;
4. Sessantaquattro società appartenenti all'indice FTSE Italia STAR, i cui BHAR cumulati sono dati dalla somma dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo, ponderati per la capitalizzazione di mercato;
5. Dieci società che svolgono principalmente attività immobiliare, i cui BHAR cumulati sono dati dalla media aritmetica dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo, inoltre l'arco temporale di partenza è ottobre 2017, mese in cui è stata annunciata la notizia dell'ingresso di tali società nella disciplina PIR;
6. Tredici banche e società assicurative appartenenti al FTSE MIB, i cui BHAR cumulati sono dati dalla media aritmetica dei rendimenti mensili anomali di ogni singolo titolo.

Il risultato dell'analisi BHAR sui primi quattro campioni e la loro significatività a livello statistico, sono riportate nel grafico successivo (Figg. 3.2.2 [3] – [4]):

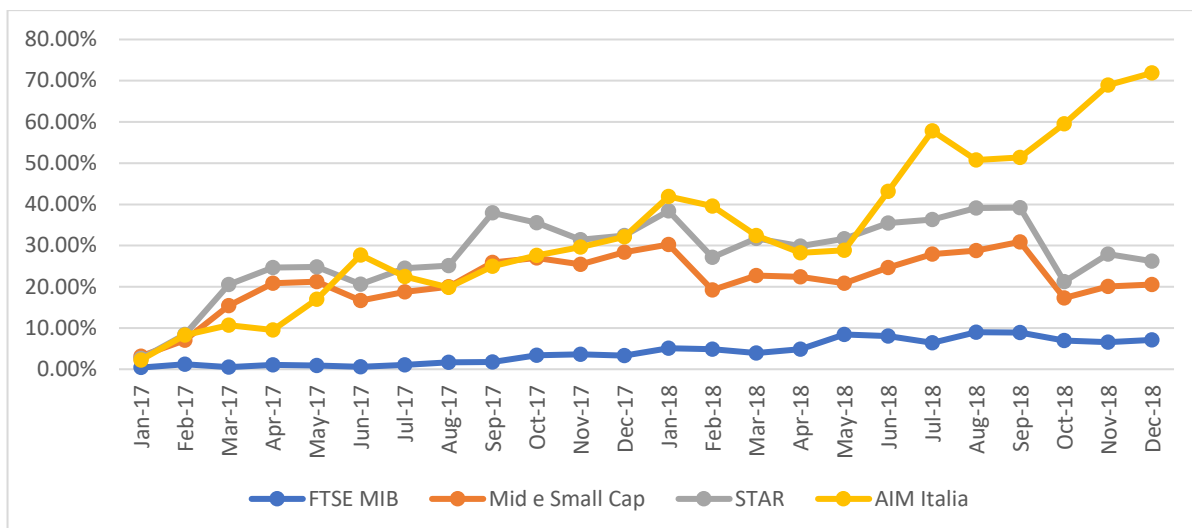


Figura 3.2.2 [3] “Andamento dei rendimenti cumulati medi mensili (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli appartenenti ai diversi segmenti del listino azionario.”

Campione:	BHAR 29/12/2017	BHAR 28/12/2018
Titoli FTSE MIB	+3,27%	+6,90%
Titoli Mid e Small Cap	+29,30% ***	+22,52% ***
Titoli AIM Italia	+32,08% *	+71,88%
Titoli STAR	+32,41% ***	+26,18% **

Figura 3.2.2 [4] “Rendimenti cumulati annuali (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli appartenenti ai diversi segmenti del listino azionario.”

*, **, *** = la differenza rispetto ai rendimenti cumulati previsti dal CAPM è significativa rispettivamente al livello statistico del 98%, 99%, 99,99%.

Prima di commentare i dati, vorrei escludere dall’analisi la società Bio-on, appartenente al segmento AIM Italia, poiché da considerarsi un importante “outlier”. Questa impresa è la più capitalizzata del campione “Titoli AIM Italia”. Al 31/12/2016, la sua capitalizzazione era circa il 7,5% del listino AIM e le sue azioni quotavano 14,75 euro, a due anni, il rendimento del titolo è stato del 285%, le azioni al 28/12/2018 quotano 56,80 euro e la fetta di mercato ricoperta è di circa il 19,5% dell’AIM. Per capire il suo effetto distorsivo basti osservare che il nuovo valore BHAR è +16,02%, il 55% in meno rispetto al precedente.

Bio-on, a causa del suo straordinario rendimento anomalo e del suo “peso” campionario, in termini di capitalizzazione, incrementa notevolmente la deviazione standard del paniere AIM Italia e ciò implica un’elevata perdita di significatività del t-test. Il nuovo campione, senza Bio-on, ha una deviazione standard pari a 0,93%, il “vecchio” campione, invece, generava uno scarto quadratico medio pari a 7,76%. I due grafici sottostanti mostrano risultati dell’analisi BHAR, dopo il piccolo aggiustamento (Figg. 3.2.2 [5] – [6]).

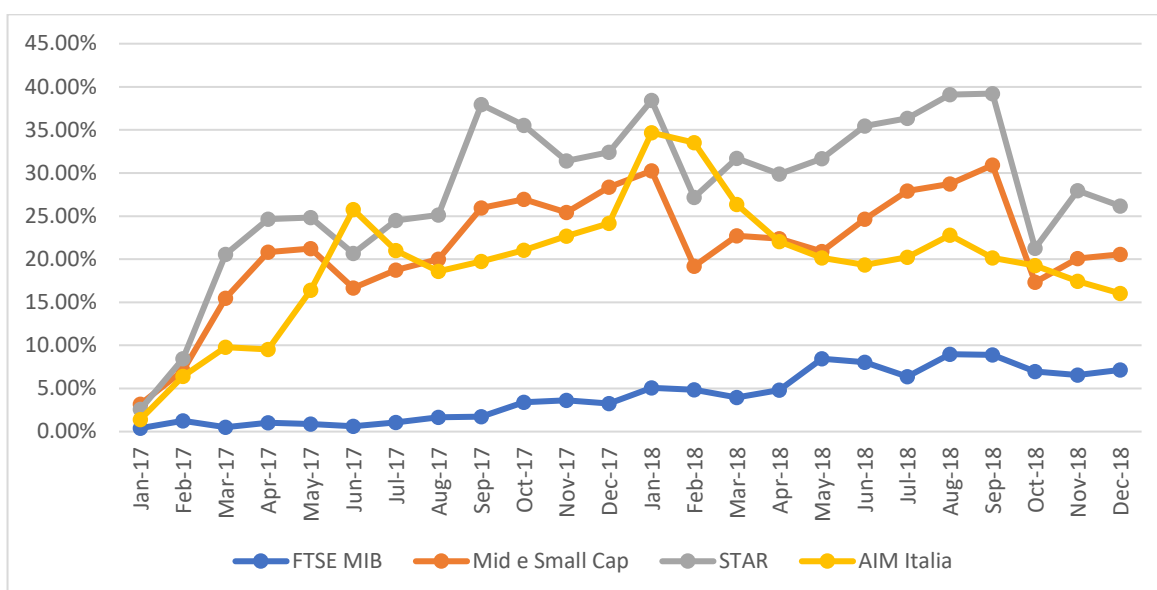


Figura 3.2.2 [5] “Andamento dei rendimenti cumulati medi mensili (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli appartenenti ai diversi segmenti del listino azionario, senza Bio-on.”

Campione:	BHAR al 29/12/2017	BHAR al 28/12/2018
Titoli FTSE MIB	+3,27%	+6,90%
Titoli Mid e Small Cap	+29,30% ***	+22,52% ***
Titoli AIM Italia	+24,18% *	+16,02%*
Titoli STAR	+32,41% ***	+26,18% **

Figura 3.2.2 [6] “Rendimenti cumulati annuali (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli appartenenti ai diversi segmenti del listino azionario, senza Bio-on”

*, **, *** = la differenza rispetto ai rendimenti cumulati previsti dal CAPM è significativa rispettivamente al livello statistico del 98%, 99%, 99,99%.

Dal grafico si evince che i titoli appartenenti al segmento STAR e i titoli Mid e Small Cap hanno riscontrato rendimenti anomali positivi statisticamente significativi, anche per i titoli AIM il rendimento anomalo positivo degli ultimi due anni è statisticamente significativo, mentre per le blue chip l’effetto PIR non pare significativo, ma è maggiormente riconducibile al ciclo economico. L’impatto PIR è stato notevole, fin dai primi mesi, per i titoli non-FTSE MIB, rallentando solamente nell’ultimo quadrimestre del 2018, a causa della correzione al ribasso avvenuta nei mercati americani.

I risultati confermano che le società STAR, grazie ai loro particolari requisiti di trasparenza, liquidità e “corporate governance” sono stati i titoli più richiesti dai gestori dei fondi PIR-conformi.

In definitiva è possibile concludere che l'introduzione dei PIR ha generato all'interno del mercato italiano dei rendimenti anomali, statisticamente significativi, non spiegabili dal modello CAPM. I prezzi di molte società si sono gonfiati notevolmente e ciò è dovuto alla carenza di società nella quali poter investire; duecentocinquant'otto sono a fine 2018 le società quotate nel Mercato Telematico Azionario, rispetto alle quasi novecento imprese francesi quotate alla Borsa Francese e le circa duemila quotate alla Borsa Inglese. È necessaria una forte spinta di nuove quotazioni per scongiurare il rischio bolla, tema approfondito nelle prossime pagine.

Oltre ai titoli dei quattro listini principali ho condotto l'analisi BHAR sulle dieci società immobiliari appartenenti al Mid e Small Cap, con ottobre 2017 data di partenza e sulle tredici società finanziarie appartenenti al listino principale, con l'inclusione di Anima Holding. A differenza della precedente analisi il BHAR cumulato è dato dalla media aritmetica dei BHAR di ogni singolo titolo (Fig. 3.2.2 [7]).

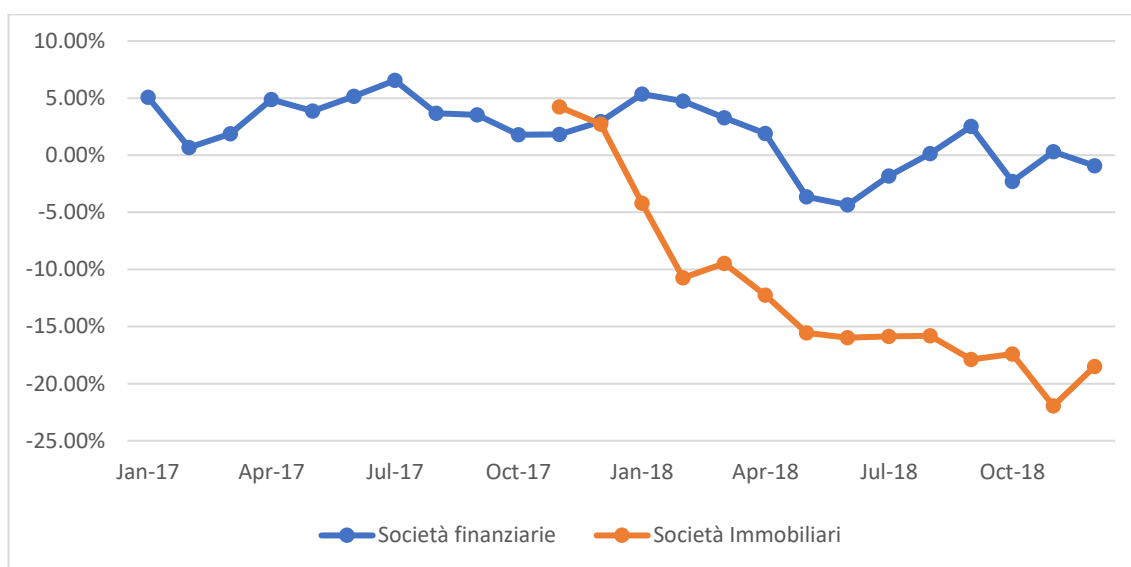


Figura 3.2.2 [7] “Andamento dei rendimenti cumulati medi mensili (buy-and-hold abnormal return, BHAR) dei titoli delle società finanziarie e delle società immobiliari”

Dal grafico si evince che l'effetto PIR non ha impattato sui prezzi dei maggiori istituti finanziari e assicurativi del nostro paese; un risultato che smentisce in parte la precedente critica sul possibile finanziamento fra istituti finanziari, tramite i fondi PIR. Le società immobiliari, a loro volta, dopo un leggero rialzo nelle settimane successive all'annuncio dell'ingresso fra gli strumenti qualificati del piano di risparmio, hanno realizzato rendimenti anomali negativi rispetto al CAPM. Il crollo pesante delle quotazioni va dal -9,33% di IGD SIIQ al -56,39% di

Restart. Tale caduta non è riconducibile ai PIR, ma alla crisi che sta vivendo il settore immobiliare da ormai quasi dieci anni.

Infine, osservando i dati di Borsa Italiana sulla capitalizzazione dell'indice FTSE MIB in relazione alla capitalizzazione totale del MTA, è possibile affermare che i rendimenti anomali, che hanno caratterizzato i titoli non-FTSE MIB nel biennio, hanno ridotto di cinque punti percentuali, la dominanza del listino principale sul mercato azionario italiano. Tradotto in altre parole, i PIR hanno risvegliato l'interesse degli investitori istituzionali verso quei segmenti di Borsa Italiana, da tempo dimenticati, quali: Mid Cap, Small Cap e AIM Italia (Fig. 3.2.2 [8]).

Capitalizzazione %	30/12/2016	29/12/2017	28/12/2018
FTSE MIB	79,44%	76,92%	74,47%
Altri Titoli	20,56%	23,08%	25,53%

Figura 3.2.2 [8] “Capitalizzazione FTSE MIB proporzionata alla capitalizzazione complessiva del MTA”

3.2.3. Analisi sui volumi e sui bid-ask spread

Per proseguire l'analisi sull'effetto PIR nei mercati nazionali, è necessario studiare almeno altri due importanti indicatori finanziari: i volumi di scambio e i “*bid-ask spread*”, o differenziale denaro-lettera.

Un aumento dei volumi di scambio, e una diminuzione del bid-ask spread per la quotazione di un titolo azionario, sta a significare un miglioramento della propria liquidità. La liquidità all'interno di un mercato è un indicatore fondamentale per misurarne l'efficienza. Una maggiore liquidità del mercato garantisce una maggiore stabilità dei prezzi e dunque una minore volatilità, cioè minori rischi per gli investitori. Inoltre, un mercato sufficientemente liquido si mostra meno esposto ai rischi di speculazione, mentre un mercato relativamente illiquido si presta piuttosto bene per le operazioni speculative di pochi e grossi investitori, spesso a discapito dei più piccoli. Quando i volumi di scambio sono bassi, infatti, bastano poche operazioni di acquisto o di vendita per smuovere anche di molto i prezzi.

Per condurre tale analisi è stato necessario scaricare, sempre utilizzando come fonte la piattaforma Bloomberg, i seguenti dati per ogni titolo dei quattro campioni:

- le centocinquanta sei osservazioni del controvalore settimanale medio scambiato dal 08/01/2016 al 28/12/2018
- le settecent'ottantuno osservazioni del bid-ask spread medio dal 04/01/2016 al 28/12/2018

Il dato scaricato per studiare l'eventuale aumento nella quantità dei volumi azionari, non è il semplice volume, ma è il prodotto fra il prezzo dell'azione e volume scambiato.

Questo valore, calcolato dalla funzione di Bloomberg "PX_VOLUME" permette di risolvere un'importante problematica riguardante l'analisi volumetrica. A parità di capitalizzazione di mercato, infatti, le società possono avere un numero nettamente diverso di azioni in portafoglio; pertanto, a parità di controvalore scambiato, una società con prezzo azionario più basso crea maggiori volumi rispetto al titolo con quotazione più elevata. L'analisi effettuata, perciò, è sul controvalore settimanale medio scambiato per titolo.

La seguente tabella evidenzia la variazione dei flussi monetari medi settimanali negoziati per titolo, nei due anni dall'introduzione dei piani di risparmio (Fig. 3.2.3 [1]):

Campione:	2016	2017	2018
Titoli FTSE MIB	63.832.031€	50.965.454€ (-20,16%)	54.331.925€ (-14,88%)
Titoli Mid e Small Cap	5.679.862€	8.890.790€ (+56,53%)	19.815.497€ (+248,87%)
Titoli AIM Italia	69.264 €	330.773€ (+377,55%)	197.761€ (+185,52%)
Titoli STAR	545.411€	1.145.660€ (+110,05%)	974.270€ (+78,63%)

Figura 3.2.3 [1] "Variazione dei flussi medi settimanali negoziati per titolo"

I risultati evidenziano una crescita straordinaria dei controvalori scambiati per i titoli Mid e Small Cap, dai 5,6 milioni scambiati mediamente ogni settimana per titolo, si è passati ai quasi 20 milioni per tutto il corso del 2018. Anche i volumi di negoziazione per i titoli AIM e STAR sono incrementati notevolmente, soprattutto il primo anno di PIR, rispettivamente del +185,5% e del + 78,63%. L'altra faccia della medaglia, però, dimostra che se da un lato i volumi sono aumentati, per i titoli FTSE MIB è accaduto esattamente l'opposto. Gli scambi medi settimanali per titolo sono diminuiti di circa il 15%, dimostrando che, forse, l'introduzione dei PIR ha creato un effetto di "cannibalizzazione" a svantaggio dei titoli blue chip.

Per quanto riguarda l'analisi sui bid-ask spread, ho dovuto scartare dallo studio il campione dei titoli AIM, poiché i dati scaricati dalla piattaforma Bloomberg risultavano distorti. La spiegazione sottostante può essere rintracciata nei pochi scambi giornalieri e all'insufficiente liquidità che caratterizza tale listino azionario. In determinate giornate, nelle quali forse non sono avvenute negoziazioni, si registravano enormi differenze fra prezzo denaro e prezzo lettera, le quali avrebbero influito notevolmente sul risultato finale.

La seguente tabella evidenzia la variazione del bid-ask spread giornaliero medio per titolo, nei due anni dall'introduzione dei piani di risparmio (Fig. 3.2.3 [2]):

Campione:	2016	2017	2018
Titoli FTSE MIB	0,014641	0,015706 (+7,28%)	0,012622 (-13,79%)
Titoli Mid e Small Cap	0,040807	0,033131 (-18,81%)	0,036787 (-9,85%)
Titoli STAR	0,054437	0,046829 (-13,98%)	0,050297 (-7,60%)

Figura 3.2.3 [2] "Variazione del bid-ask spread giornaliero medio per titolo"

Dalla tabella si evince che l'introduzione dei PIR, nel corso dei primi due anni, ha diminuito il bid-ask spread medio giornaliero per i titoli non-FTSE MIB, mentre per quanto riguarda i titoli appartenenti al listino principale, dopo l'incremento del differenziale durante il 2017, essi hanno visto migliorare la propria liquidità di quasi quattordici punti percentuali. La figura 3.2.3 [3] ne mostra l'andamento medio giornaliero.

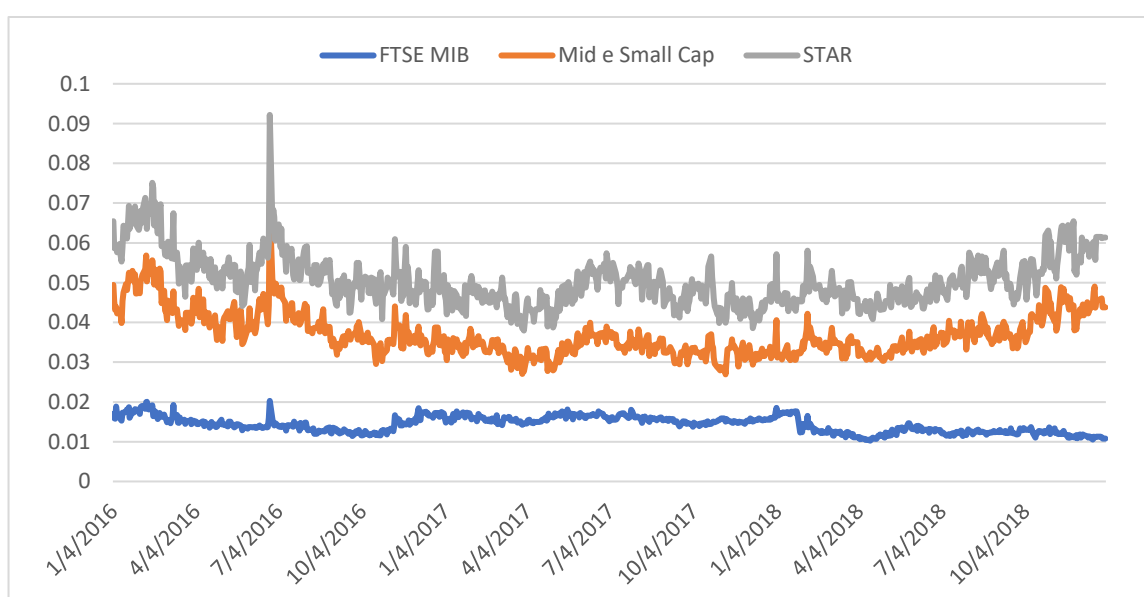


Figura 3.2.3 [3] "Andamento del valore medio giornaliero del 'bid-ask spread'. Confronto fra i titoli dell'indice FTSE MIB e gli altri titoli."

Secondo Intermonte, in merito alla liquidità, l'effetto PIR è stato positivo, ma di tipo indiretto: "L'aumento della capitalizzazione del mercato, soprattutto degli indici STAR e Mid Cap, e l'aumento degli scambi (soprattutto sull'AIM Italia) hanno ridotto il bid-ask spread, ma si tratta di un fenomeno indotto generalizzato per tutti i titoli, senza alcun effetto diretto per quelli utili ai fini del vincolo del 21% imposto dalla normativa. È possibile che questo risultato sia guidato anche da altri fattori, come la maggiore competizione fra i maggiori investitori presenti sul mercato."¹⁴¹

3.2.4. Focus sul segmento AIM Italia

Aim Italia conta, a fine 2018, 113 società quotate, cinquanta in più rispetto al 2016, di cui quindici sono SPAC. La capitalizzazione totale è incrementata del +140% in questo biennio, passando dai 2,7 miliardi a fine 2016 agli attuali 6,7 miliardi di euro, inoltre i fondi PIR detengono una quota pari al 25% del flottante.

Dai dati presentati a luglio 2018 dall'Osservatorio AIM Italia¹⁴² emerge che le società quotate su AIM Italia offrono lavoro a circa 20.000 dipendenti, in crescita rispetto al 2016 (+12%). Le regioni maggiormente presenti sul listino sono: Lombardia (52% delle società), Emilia-Romagna (11%), Lazio (10%) e Veneto (8%), mentre i settori più importanti in termini di numero di società sono la finanza (21%), l'industria (16%) e i media (14%). L'identikit della società quotata presenta i seguenti valori medi:

- Ricavi 2017 pari a 43 milioni di euro;
- EBITDA margin 2017 pari al 13%;
- Capitalizzazione media (al netto delle SPAC) pari a 43 milioni di euro;
- Flottante medio da IPO (al netto delle SPAC) pari al 23%;

Nel segmento AIM Italia sono presenti 102 Investitori Istituzionali, di cui 25 italiani e 77 esteri, quest'ultimi detengono circa il 52% del capitale totale. Infine, l'investitore più presente

¹⁴¹ *I piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*, «Quaderni di ricerca Intermonte», No.3 (marzo 2018).

¹⁴² IRTOP Consulting - Research Department IRTOP Consulting, *Osservatorio Aim Italia: emittenti, risultati, investitori*, Luglio 2018. Consultabile al link: <http://aimnews.it/wp-content/uploads/2018/07/OSSERVATORIO-AIM-indice+execu-oss.pdf>

sul mercato AIM Italia è Mediolanum Gestione Fondi SGR, con un investimento complessivo pari a 102,4 milioni di euro e un numero di società partecipate pari a 53.

In termini di liquidità, l'indagine condotta dall'Osservatorio evidenzia che a partire dall'introduzione dei PIR, nel listino di è verificato una notevole crescita del controvalore medio giornaliero scambiato, passato da 24mila euro nel 2016 al valore medio giornaliero di 120mila euro per l'intero 2017, fino ad arrivare ai 139mila euro nel solo mese di giugno 2018. Tale risultato si va ad aggiungere a quelli precedentemente osservati sugli altri segmenti di Borsa Italiana; dunque, è possibile affermare con certezza che i piani di risparmio hanno impattato positivamente sui mercati nazionali, in termini di liquidità, aumentandone l'efficienza.

Per quanto riguarda il tema della raccolta sul mercato primario, il dato si conferma ottimo per l'anno 2018, circa 1,32 miliardi di euro raccolti che si vanno ad aggiungere ai 1,26 miliardi del 2017; entrambi i valori registrati nel biennio sono oltre sei volte il livello di raccolta annuale complessivo prima dell'avvento dei PIR. Tuttavia, è importante sottolineare che dei 2,58 miliardi di raccolta, 2,25 miliardi, un valore pari all'87% del totale complessivo, sono confluiti verso le SPAC, mentre solamente 330 milioni circa sono stati girati verso le nuove aziende in cerca di capitale.

La raccolta media delle IPO nel 2018 è stata di circa 8 milioni di euro per le aziende, mentre per le SPAC è stata di 166,8 milioni di euro¹⁴³. L'evoluzione della raccolta per entrambe le tipologie di società è riportata nei due grafici successivi¹⁴⁴. (Figg. 3.2.4 [1] – [2])

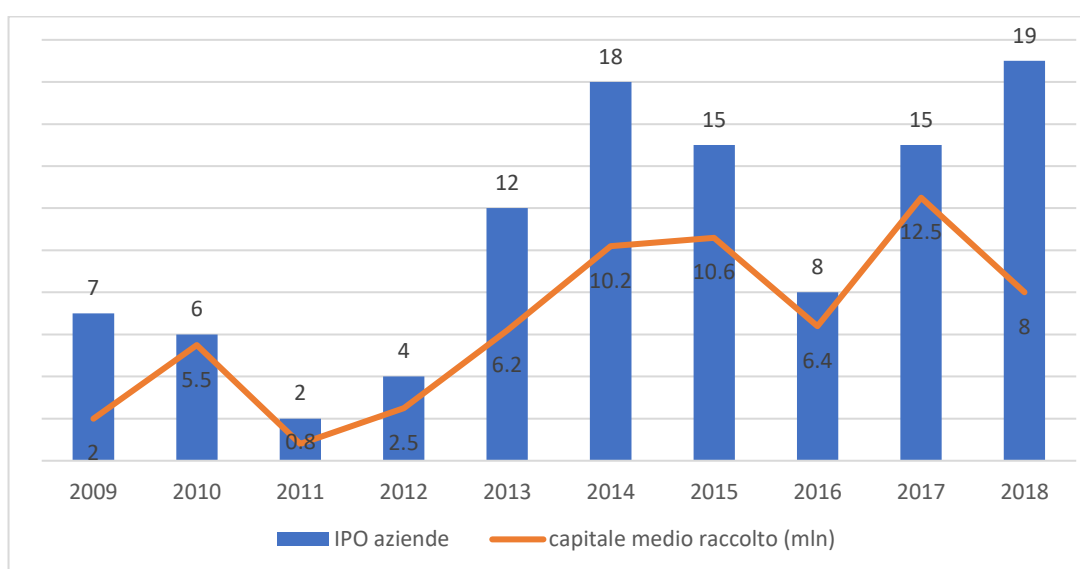


Figura 3.2.4 [1] "Rapporto numero di IPO e capitale medio raccolto"

¹⁴³ KT&Partners, *PIR: Plan (For Italian) IPO Renaissance?*, Febbraio 2018.

¹⁴⁴ Idem.

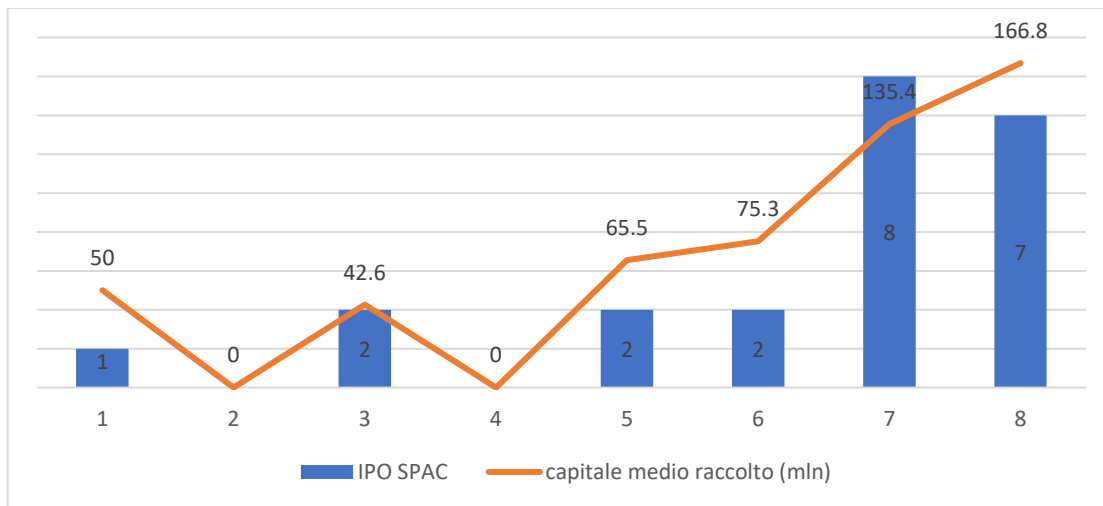


Figura 3.2.4 [2] “Rapporto numero di SPAC e capitale medio raccolto”

Il numero di nuove quotazioni nel primo biennio PIR, fra aziende e SPAC, è di 49 unità e se rapportato con la media degli ultimi anni assume un importante significato. Nell’ottobre 2017, è stato adoperato il test di Wilcoxon per comprendere se la differenza nel numero medio di nuove quotazioni nel mercato azionario italiano pre e post-PIR sia rilevante, oppure se sia dovuta in qualche modo al caso.¹⁴⁵ Il campione adoperato per il test è formato dalle 286 osservazioni mensili che vanno da gennaio 1994 a dicembre 2016 per il periodo pre-PIR, mentre come osservazioni per il campione post-PIR sono stati utilizzati i primi dieci mesi del 2017. Vista la diversa grandezza campionaria, il test è stato irrobustito attraverso la metodologia del Block-Bootstrap, la quale ha permesso di ampliare il numero di osservazioni per il periodo posteriore alla normativa PIR. Dal test emerge che la probabilità che l’evento sia dovuto a fattori casuali e non ai PIR è dello 0,11%; in altre parole, l’incremento di quotazioni su Borsa Italiana è stato talmente sensibile, che risulta molto improbabile essere conseguenza della mera casualità.

Un altro importante indicatore che mette in relazione la maggiore numerosità di quotazioni con l’introduzione dei PIR è l’aumento delle imprese iscritte al programma “Elite” di Borsa Italiana.¹⁴⁶ Basti pensare che a fine 2016, il programma contava 290 imprese e nel novembre 2018 ha raggiunto le mille iscrizioni.

¹⁴⁵ Redazione AdviseOnly, *I PIR portano in Borsa le piccole e medie imprese*, 27/10/2017. Dal Sito di AdviseOnly: <https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/i-pir-portano-in-borsa-le-piccole-e-medie-imprese/>

¹⁴⁶ Elite è il programma internazionale del London Stock Exchange Group nato in Borsa Italiana nel 2012 con la collaborazione di Confindustria e dedicato alle aziende ambiziose con un modello di business solido e una chiara strategia di crescita. Si propone di accelerare lo sviluppo delle imprese attraverso un innovativo percorso di supporto organizzativo e manageriale basato su modelli di pianificazione e controllo sia a livello strategico che

Secondo la ricerca di Deloitte, sviluppata in collaborazione con Nctm e l'università Bocconi: “I piani di risparmio e le SPAC sono due strumenti destinati a sviluppare relazioni molto interessanti, visto che stanno contribuendo allo sviluppo dello stesso fenomeno: le quotazioni. L'eccesso di investimento su un campione contenuto di titoli, i 238 dell'MTA, infatti, rischia di incrementare notevolmente i prezzi delle azioni, riducendone le prospettive di performance. Tuttavia, le SPAC hanno il potenziale di limitare tale rischio, consentendo ai PIR di indirizzare l'investimento verso opportunità ancora fuori mercato, che proprio in tal modo accedono alla quotazione.”¹⁴⁷

In conclusione, è possibile affermare che i piani di risparmio hanno impattato positivamente e significativamente sul numero di nuove IPO; molte PMI si sono avvicinate alla borsa quotandosi, rispetto agli anni passati e il trend positivo sembra continuare a crescere. “Il miglioramento della liquidità sulle PMI quotate elimina uno dei dubbi principali degli imprenditori verso l'IPO”, afferma Guglielmo Manetti vicedirettore di Intermonte Sim. Gli spazi di crescita per la Borsa Italiana e in particolare per le piccole e medie imprese sono rilevanti. Il vicedirettore proseguendo nella sua disamina crede nella possibilità di raggiungere nel medio termine, per l'Italia, un target di almeno cinquecento nuove matricole. Un obiettivo, definito dallo stesso, molto ambizioso che potrebbe significare un incremento della capitalizzazione del mercato fra i 35 e i 40 miliardi, il quale riporterebbe il valore delle imprese di Borsa sopra il 40% del PIL italiano, ma comunque lontano dal 91,5% attuale di Parigi e dal 140% di Londra.¹⁴⁸

3.3. Previsioni future

In attesa del decreto attuativo che renderà operativi i nuovi PIR, sulla base di quanto previsto dalla legge di Bilancio 2019, l'onorevole Centemero, fautore della correzione normativa, in un'intervista rilasciata al Sole 24 Ore spiega le cause sottostanti a tali modifiche.¹⁴⁹

industriale e su un framework di governo societario per rendere imprese già meritevoli ancora più organizzate, trasparenti, competitive e più attraenti nei confronti degli investitori a livello globale.

¹⁴⁷ *Piani Individuali di Risparmio: paper di analisi degli strumenti finanziari*, a cura di Deloitte, Nctm, JEME, Ottobre 2018.

¹⁴⁸ Cellino M., *Dai Pir un potenziale di 500 Ipo, ma per ora successo a due facce*, 20/03/2018. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-03-19/dai-pir-potenziale-500-ipo-ma-ora-successo-due-facce-201605.shtml?uuid=AEqSeRJE>

¹⁴⁹ Della Valle I., *«Con i vecchi Pir finora pochi capitali all'economia reale»*, 16/01/2019. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio/2019-01-16/con-vecchi-pir-finora-pochi-capitali-all-economia-reale-163138.shtml?uuid=AErHF4FH>

Secondo il legislatore: “I PIR hanno gonfiato le casse di chi ha raccolto “vendendo” il sogno del made in Italy e del supporto all’economia reale, mentre, in verità, i gestori dei fondi hanno prevalentemente operato sul mercato secondario, generando commissioni di trading. Il PIR è stato concepito come uno strumento di politica industriale, al servizio dell’economia reale e perciò sono necessari investimenti sul mercato primario, attraverso nuovo capitale che entra in azienda per finanziare investimenti e assunzione di nuovo personale.”

La posizione dell’onorevole è in linea con quanto dimostrato in questo capitolo, ma l’introduzione dei due nuovi vincoli è la giusta soluzione a tale criticità?

Per l’onorevole Centemero, l’introduzione dei nuovi vincoli obbligatori di investimento per il 3,5% in MTF italiani e del 3,5% in fondi di venture capital, in linea con le esperienze francesi (PEA) e inglesi (ISA), provocherà la nascita di una quantità significativa di fondi medio-piccoli sia chiusi che aperti, il cui obiettivo è investire nel tessuto produttivo italiano e aiutare le PMI a reperire la liquidità necessaria per la crescita.

Di opinione contraria sono il presidente Corcos e il capo degli uffici studi Rota di Assogestioni, sempre intervistati dal Sole 24 Ore.

Il presidente Corcos ammette che la logica sottostante alla modifica sia giusta, ma crede che la nuova disciplina stenterà a funzionare: “Non si può chiedere a un fondo aperto di avere una percentuale così rilevante investita su strumenti illiquidi, non solo per motivi tecnici, ma anche di mercato. Inoltre, questi nuovi investimenti, che presentano un rischio decisamente più elevato, rischiano di alterare il profilo Mifid dei prodotti esistenti.” Infine, secondo Corcos il mercato di venture capital in Italia, al momento, non ha dimensioni tali da soddisfare gli eventuali investimenti richiesti dalla normativa.¹⁵⁰

Rota ribadisce: “L’obbligatorietà di investire quote minime in fondi di venture capital, rischia di intervenire su uno strumento che funziona per fargli fare quello che non può fare, imponendo l’inserimento di strumenti molto illiquidi in portafoglio. La finalità positiva di portare risorse all’economia, perseguita in questo modo, rischia di allontanare dalla forma del fondo aperto che è pure l’unica che i PIR hanno assunto finora.”¹⁵¹

¹⁵⁰ Della Valle I., *Corcos (Assogestioni): «Pir, regole da rivedere. Servono i fondi chiusi»*, 13/01/2019. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-01-11/corcos-assogestioni-pir-regole-rivedere-servono-fondi-chiusi-202946.shtml?uuiid=AEq0fYDH>

¹⁵¹ Della Valle I., *«Non chiedete a un Pir aperto di fare il fondo chiuso»*, 22/12/2018. Dal Sito del Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio/2019-01-11/non-chiedete-un-pir-aperto-fare-fondo-chiuso-134647.shtml?uuiid=AEr7I22G>

In attesa di capire come si svolgerà la questione riguardante la nuova modifica, una cosa è certa: il progetto PIR si ispira a strumenti finanziari già presenti da anni, in altri stati, a livello globale.

È possibile, dunque, offrire una previsione dell'effetto PIR nel lungo periodo, descrivendo l'impatto di tali strumenti sui mercati di appartenenza.

I "parenti" più stretti dei piani di risparmio italiani sono, in ordine cronologico:

- i francesi PEA, "*Plan d'Epargne Action*", introdotti nel 1992, con capitalizzazione complessiva, ad oggi, di 90 miliardi di euro (dati Intermonte Sim);
- gli inglesi ISA, "*Individual Savings Account*", introdotti nel 1999, ad oggi capitalizzati per circa 588 miliardi di euro (dati Banca Mediolanum);
- i canadesi TFSA, "*Tax Free Savings Account*", introdotti nel 2009, sono circa 150 i miliardi di dollari confluiti (dati Banca Mediolanum);
- i giapponesi NISA, "*Nippon Individual Savings Account*", introdotti nel 2004, detengono circa 78 miliardi di euro (dati Banca Mediolanum).

Nel dettaglio, i "cugini" francesi e inglesi, sono senza dubbio i più significativi per quanto riguarda una possibile previsione per il futuro, anche solo in termini geografici.

Partendo dall'esperienza francese, i PEA si strutturano attraverso un conto titoli bancario o un prodotto assicurativo. Il limite massimo di investimento per ogni cittadino è di 150.000€, per una coppia sposata, invece, è di 300.000€. Il 75% del valore del fondo deve essere investito in titoli azionari emessi da imprese con sede legale in uno stato membro UE, o in stati SEE; a differenza dei nostri PIR, le obbligazioni non sono ammesse nel piano. Infine, per ottenere l'esenzione fiscale è necessario detenere l'investimento per almeno cinque anni ed essere un cittadino francese non fiscalmente a carico di altri individui.

Nel 2014, il governo francese ha introdotto i PEA-PME, "*Plan d'Epargne en Actions – Petites et Moyennes Entreprises*", la versione dei PEA dedicati alle piccole e medie imprese che estendono il limite massimo dell'investimento con un ulteriore planfond di 75.000 euro, più simili ai nostri PIR. Le nuove risorse possono essere investite anche in titoli obbligazionari, con una componente azionaria minima del 50%, a loro volta gli emittenti devono essere per il 75% del valore del piano, piccole e medie imprese. I vincoli considerati per individuare le PMI,

come sottolinea l'indagine di Intermonte¹⁵², sono abbastanza "generosi": meno di 5.000 dipendenti, fatturato sotto 1,5 miliardi di euro o totale dell'attivo sotto i 2 miliardi. Secondo uno studio della Banca di Francia al 31 marzo 2017, a oltre due anni dalla loro nascita, solo 58 mila francesi avevano scelto di aprire un PEA-PME. Il patrimonio gestito complessivo è di 900 milioni di euro, una cifra molto distante dalle speranze iniziali. Le autorità, infatti, avevano stimato in due miliardi la raccolta prevista solo nel primo anno.¹⁵³

Come ben spiegato nell'articolo di Valerio Baselli, il motivo principale dell'insuccesso dei nuovi PEA è da rintracciare nel fatto che i titoli delle PMI selezionabili per un PEA-PME rientrano anche in un PEA classico, ma non è vero il contrario, il che rende l'apertura di quest'ultimo meno interessante, visto che i vantaggi fiscali sono gli stessi. L'autore sottolinea: "In pratica, i motivi reali che potrebbero spingere a preferire un PEA-PME rispetto al PEA classico sono due: nel caso in cui si fosse interessati unicamente all'investimento in piccole e medie imprese, oppure nel caso in cui si avesse già raggiunto il limite dei 150 mila euro e si volesse continuare a investire in questo tipo di piani per un interesse fiscale."

Infine, come mostra la tabella sottostante, anche il successo dei più longevi PEA appare ormai stabile dal 2008 in avanti, con capitalizzazione totale compresa fra gli 80 e i 90 miliardi di euro (Fig. 3.3 [1]).

¹⁵² *I piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*, «Quaderni di ricerca Intermonte», No.3 (marzo 2018).

¹⁵³ Baselli V., *I Pir francesi non sfondano*, 17/10/2017. Dal Sito TrendOnline.com: <https://www.trendonline.com/risparmio/pir-francesi-non-sfondano/>

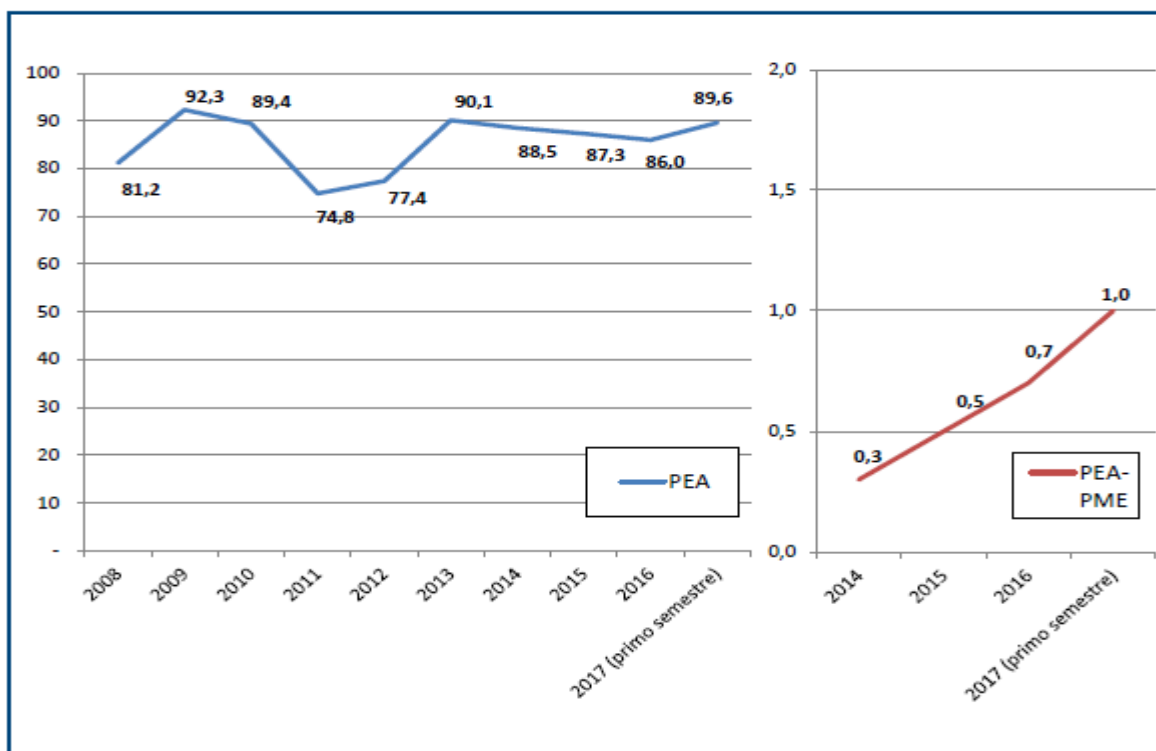


Figura 3.3 [1] Fonte Intermonte: “Massa gestita nei PEA e PEA-PME in Francia dal 2008 al 2017 (valori di mercato in miliardi di euro).”

Gli ISA sono conti d’investimento finanziario esenti da imposizione fiscale sui proventi e per poterli sottoscrivere è necessario essere un residente nel Regno Unito o alternativamente essere un individuo al servizio della Corona inglese, anche se non stabilmente domiciliata nel territorio nazionale, con più di diciotto anni. Le tipologie di investimento ammesse sono due: conti deposito e azioni; inizialmente vi erano anche la forma d’investimento attraverso polizza vita, eliminata successivamente nel 2005. Nel 2008, il sistema ISA è stato rivisto con l’introduzione di tre tipi di profili:

- “Cash ISAs”, prodotti finanziari simili ai conti correnti bancari, gli investimenti possono essere impiegati anche in strumenti finanziari emessi dallo Stato;
- “Stocks and Shares ISAs”, le risorse sono impiegate per l’acquisto di quote di fondi d’investimento, obbligazioni e strumenti finanziari statali;
- “Innovative Finance ISAs”, variante introdotta nel 2016, che permette di investire i propri risparmi attraverso piattaforme di peer-to-peer lending, oppure concedendo credito alle imprese tramite crowdfunding

La normativa, attualmente, prevede che l'investimento massimo complessivo annuo è di 20.000 sterline, distribuito a piacimento, infatti i profili ISAs non sono mutualmente esclusivi.

Il governo inglese, nel 2011 ha anche istituito i “Junior ISA” come forma di risparmio in favore dei cittadini britannici minorenni, con planfond massimo annuale di 4.128 sterline.

Esistono anche altre due forme di ISAs introdotte negli ultimi anni dal governo inglese: gli “*Help to Buy ISAs*” e i “*Lifetime ISAs*”. I primi con l'obiettivo di supportare i propri cittadini all'acquisto della prima casa, i secondi hanno lo scopo di aiutare i giovani sotto i quaranta anni alla creazione di un piano pensionistico.

Gli ISA hanno registrato uno straordinario successo nel Regno Unito, soprattutto fra le famiglie di medio-basso reddito, basti pensare che secondo le statistiche ufficiali del 2017, il 43% dei cittadini adulti britannici è titolare di un ISA.

È importante sottolineare, però, che a differenza dei nostri PIR non vi sono vincoli particolari sulla composizione dei portafogli per l'ottenimento dell'esenzione fiscale, per questo motivo l'impatto sul mercato borsistico inglese è di difficile lettura.

Nel grafico sottostante sono riportati i flussi di investimento annuali, i quali nell'anno fiscale 2014/2015 hanno raggiunto il record notevole di oltre 80 miliardi di sterline raccolti (Fig. 3.3 [2]).

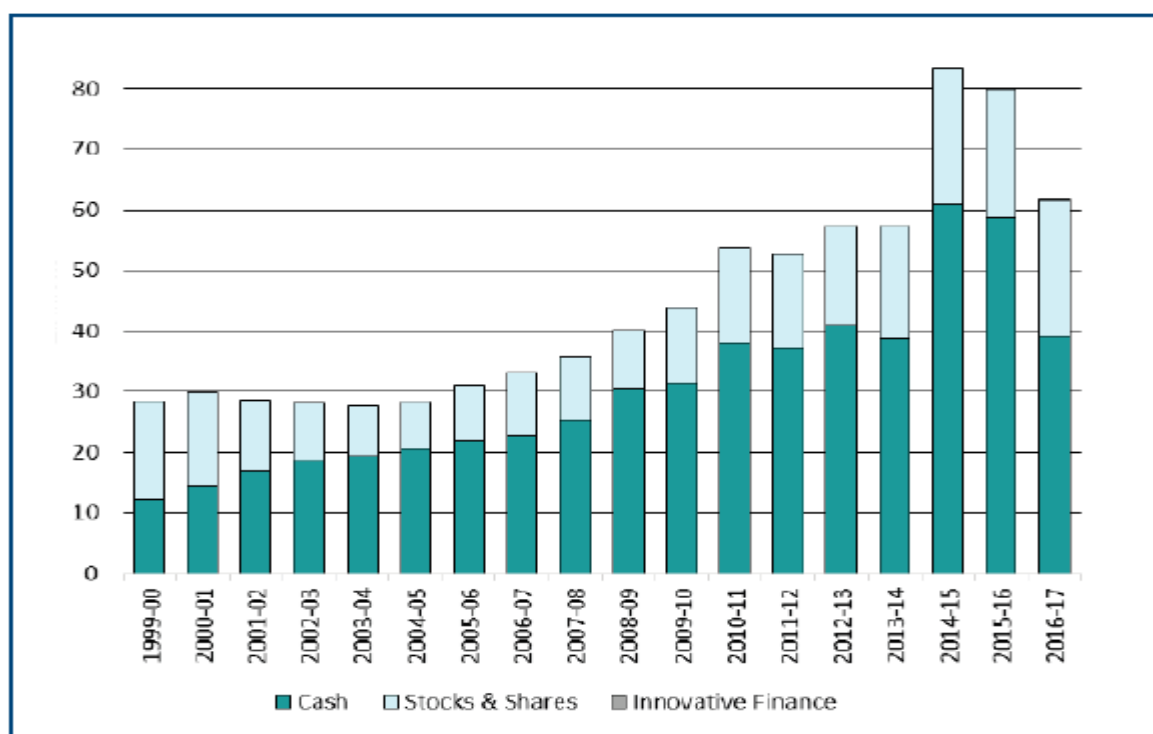


Figura 3.3 [2] Fonte Intermonte: “Flusso annuale di raccolta dei piani ISA nel Regno Unito (valori in miliardi di sterline)”

In definitiva, sia i PEA francesi che gli ISA inglesi hanno apportato un ingente somma di risparmi verso il mercato borsistico. Se nel lungo periodo, i nostri PIR apportassero lo stesso flusso di risorse, il mercato finanziario italiano potrebbe riuscire a colmare una buona parte di quel gap, in termini di capitalizzazione complessiva e numerosità di società quotate, con la Borsa di Parigi e con la Borsa di Londra, già citata precedentemente. A differenza dei piani di risparmio, però, gli ISA e i PEA, garantiscono una maggiore diversificazione geografica, che “forse” li rende maggiormente appetibili per l’investitore retail, soprattutto i primi che difettano di vincoli di composizione.

Oltretutto, l’obiettivo sottostante è differente: lo scopo dei PIR è quello di sostegno al tessuto produttivo italiano, spostando la ricchezza privata dei cittadini italiani verso le imprese nostrane, a loro volta gli ISA e i PEA hanno un obiettivo maggiormente finalizzato alla previdenza dei propri cittadini, garantendo un’esenzione fiscale rivolta ad aumentare i risparmi privati e non il finanziamento delle società locali.

Per capire, se i PIR riusciranno a raggiungere i nobili obiettivi prefissati dal legislatore, non ci resta che attendere ancora qualche anno.

Conclusione

A due anni dall'introduzione dei piani di risparmio, i risultati dell'analisi mi consentono di dimostrare se i piani di risparmio hanno raggiunto gli obiettivi promossi dal legislatore.

I PIR hanno offerto maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, indirizzando il risparmio privato dalla liquidità verso forme di investimento più remunerative?

Si.

Dalla stima effettuata su un campione di quarantuno fondi PIR, per un controvalore di 9,5 miliardi, pari all'87% della raccolta complessiva del primo anno, si evince che i sottoscrittori PIR sono stati circa 797 mila, 677 mila in più rispetto ai 120 previsti, di contro l'investimento medio è stato di 13.670 euro, rispetto ai 15.000 previsti dal legislatore. Inoltre, degli italiani che hanno scelto di costituire un PIR, solamente 279 mila detengono quote di altri fondi d'investimento, mentre 518 mila italiani, grazie ai piani individuali, si sono avvicinati per la prima volta al mondo del risparmio gestito. L'avvicinamento di più di 500mila risparmiatori italiani, in un solo anno, verso forme di investimento più remunerative rispetto al semplice conto corrente, dove molto probabilmente erano detenute tali somme di denaro, è senza dubbio un risultato straordinario che ha permesso di raggiungere il primo obiettivo posto dal legislatore.

I PIR hanno Aumentato le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine, in particolare per le imprese in cui è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente l'approvvigionamento mediante il canale bancario?

Ancora no.

La risposta non è semplice da fornire perché sarebbe indispensabile conoscere nel dettaglio, tutte le partecipazioni possedute dai prodotto PIR. Inoltre, per stimare l'impatto di uno strumento finanziario con arco temporale di medio-lungo termine è necessario attendere più anni. Ricordiamo che le imprese, una volta ricevuti i fondi, devono attuare un piano di investimento, i cui frutti non si osservano nel brevissimo periodo. Durante il corso del 2017, le PMI hanno ricevuto, dai gestori di fondi, finanziamenti in equity e debito per circa 265 milioni secondo la classificazione peggiore (per classi di fatturato) o per 1.090 milioni di euro secondo

la classificazione migliore (per numero di dipendenti); in termini percentuali, si parla di risorse comprese tra l'1,68% e il 6,91% del patrimonio totale promosso. Nonostante i fondi PIR siano i principali investitori sul segmento AIM, il sostegno all'economia reale italiana è stato prossimo a zero, poiché gran parte del flusso è arrivato attraverso acquisti sul mercato secondario, cioè sulle azioni già presenti in Borsa, i cui prezzi sono, talvolta, lievitati a dismisura. Il motivo sottostante è da rintracciare negli stessi prodotti utilizzati per la creazione dei PIR: i fondi comuni aperti d'investimento. Essi sono sottoposti al rispetto di criteri e vincoli d'investimento, improntati al contenimento del rischio e al mantenimento di una elevata soglia di liquidabilità del portafoglio. Perciò, l'esigenza di investire in titoli liquidi non consente ai gestori dei fondi PIR-conformi, di girare cifre importanti verso le PMI caratterizzate dalle difficoltà di accesso al canale bancario tradizionale, quelle che contraddistinguono il tessuto economico italiano, quelle che si proponeva di aiutare il legislatore con la creazione dei PIR. In definitiva, ritengo che per sostenere le PMI italiane sarebbe stato meglio concedere agevolazioni ai fondi di private equity e venture capital, con capitali raccolti solo tra investitori istituzionali e, soprattutto consapevoli.

I PIR hanno favorito lo sviluppo dei mercati nazionali?

Si.

I PIR sono senza ombra di dubbio uno strumento ottimo per rilanciare lo sviluppo dei mercati nazionali. L'analisi BHAR ha dimostrato un ottimo impatto dei piani di risparmio sui prezzi dei titoli societari italiani, un incremento delle quotazioni non dimostrabile dal modello CAPM. Al 28/12/2018, i tre panieri di società quotate nel segmento Mid e Small Cap, STAR e AIM Italia, hanno rispettivamente sovraperformato il mercato del 22,52%, 26,18% e del 71,88% (corretto a 16,02%, se non consideriamo Bio-on), con livello di significatività del 99,99%, 99% e 98%. La stessa analisi, invece, non ha rivelato incrementi nei prezzi degli istituti finanziari, mentre le società immobiliari, da quando sono divenuti strumenti qualificati per la normativa PIR, hanno sottoperformato, in media, del 20%. I PIR hanno risvegliato l'interesse degli investitori istituzionali verso quei segmenti "un po' dimenticati" negli ultimi anni, quali il Mid Cap, Small Cap e Aim Italia e ciò è dimostrabile dalla capitalizzazione dell'indice delle blue chip in proporzione alla capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano, passato dal 79,44% al 74,47%.

L'Analisi sui volumi ha evidenziato una crescita straordinaria dei controvalori scambiati per i titoli Mid e Small Cap, dai 5,6 milioni scambiati mediamente ogni settimana per titolo, si è passati ai quasi 20 milioni per tutto il corso del 2018. Anche i volumi di negoziazione per i titoli AIM e STAR sono incrementati notevolmente, soprattutto il primo anno di PIR, rispettivamente del +185,52% e del +78,63%. L'altra faccia della medaglia, però, dimostra che se da un lato i volumi sono aumentati, per i titoli FTSE MIB è accaduto esattamente l'opposto. Gli scambi medi settimanali per titolo sono diminuiti di circa il 15%, dimostrando che, forse, l'introduzione dei PIR ha creato un effetto di "cannibalizzazione" a svantaggio dei titoli blue chip.

L'Analisi sui bid-ask spread ha dimostrato che l'introduzione dei PIR ha diminuito il bid-ask spread medio giornaliero per i titoli non-FTSE MIB, mentre per quanto riguarda i titoli appartenenti al listino principale, dopo l'incremento del differenziale durante il 2017, essi hanno visto migliorare la propria liquidità di quasi quattordici punti percentuali. La riduzione del bid-ask spread è considerato un fenomeno indotto dall'aumento della capitalizzazione di mercato e dall'aumento dei volumi scambiati.

Per quanto riguarda il tema della raccolta sul mercato primario, il dato si conferma ottimo per l'anno 2018, circa 1,32 miliardi di euro raccolti che si vanno ad aggiungere ai 1,26 miliardi del 2017; entrambi i valori registrati nel biennio sono oltre sei volte il livello di raccolta annuale complessivo prima dell'avvento dei PIR. Tuttavia, è importante sottolineare che dei 2,58 miliardi di raccolta, 2,25 miliardi, un valore pari all'87% del totale complessivo, sono confluiti verso le SPAC, mentre solamente 330 milioni circa sono stati girati verso le nuove aziende in cerca di capitale. La raccolta media delle IPO nel 2018 è stata di circa 8 milioni di euro per le aziende, mentre per le SPAC è stata di 166,8 milioni di euro. Il numero di nuove quotazioni nel primo biennio PIR, fra aziende e SPAC, è di 49 unità e se rapportato con la media degli ultimi anni assume un importante significato. Un altro importante indicatore che mette in relazione la maggiore numerosità di quotazioni con l'introduzione dei PIR è l'aumento delle imprese iscritte al programma "Elite" di Borsa Italiana. Basti pensare che a fine 2016, il programma contava 290 imprese e nel novembre 2018 ha raggiunto le mille iscrizioni. In conclusione, è possibile affermare che i piani di risparmio hanno impattato positivamente e significativamente sul numero di nuove IPO; molte PMI si sono avvicinate alla borsa quotandosi, rispetto agli anni passati e il trend positivo sembra continuare a crescere.

Bibliografia

Arrow, Kenneth J., *Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention*, «The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors», 1962, pp. 609-625.

Barber, B.M. and Lyon, J.D., *Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: the Empirical Power and Specification of Test Statistics*, «Journal of Financial Economics», No. 43 (1997), pp. 341-372.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., Levine, R., *Finance, Firm Size and Growth* (November 30, 2004).

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., Maksimovic, V., *The determinants of financing obstacles*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 3204 (2004).

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., *SMEs, growth, and poverty: Cross-country evidence* «Journal of Economic Growth», 10 (2005), pp.197–227.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., *Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter?*, «Journal of Finance», No. 60 (2005), pp. 137–177.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., *Financing patterns around the world: Are small firms different?*, «Journal of Financial Economics», Vol. 89, Issue 3, 2008, pp. 467-487.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., *The influence of financial and legal institutions on firm size*, «Journal of Banking and Finance», Vol. 30, Issue 11 (2006), pp. 2995-3015.

Beck, Thorsten and Asli Demirgüç-Kunt., *Small and Medium-Size Enterprises. Access to Finance as Growth Constraint*, «Journal of Banking and Finance», No. 30 (2006), pp. 2931-43.

Berger, A. and Udell, G.. *The economies of small business Finance: the roles of private equity and debt markets in the Financial growth cycle*, «Journal of Banking and Finance», Vol. 22 (August 1998), pp. 613-673.

Bonaccorsi E. e Finaldi Russo P., *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, «Questioni di Economia e Finanza», No. 371 (2017).

Carpenter, R., & Petersen, B., *Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing*, «The Economic Journal», No. 112 (2002), pp. 54–72.

Cull, R., Davis, L.E., Lamoreaux, N.R., Rosenthal, J.-L., *Historical financing of small- and medium-size enterprises*, «Journal of Banking and Finance», No.30 (2006), pp. 3017–3042.

Czarnitzki D., Hotternrott H., *R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms*, «Small Business Economics», Vol. 36, issue 1, 2011, pp. 65-83.

Direttiva 2009/65/CE del parlamento europeo e del consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Anche chiamata UCITS IV: Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities.

Disegno di Legge, Bilancio di Previsione dello Stato 2017, 29 ottobre 2016

Devereux, M. and F. Schiantarelli, *Investment, Financial Factors and Cash Flow from U.K. Panel Data*, 1990.

Demirguc-Kunt, A., Love, I., Maksimovic, V., *Business environment and the incorporation decision*, «Journal of Banking and Finance», vol. 30, issue 11 (2006), pp. 2967-2993.

Demirguc-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic, *Institutions, Financial Markets And Firm Debt Maturity*, «Journal of Financial Economics», vol. 54, issue 3 (1999), pp. 295-336.

Djankov, S., Miguel, E., Qian, Y., Roland, G., Zhuravskaya, E., *Who are Russia's entrepreneurs?*, «Journal of the European Economic Association», Volume 3, Issue 2-3, 1 May 2005, pp. 587–597.

Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen, *Financing Constraints and Corporate Investment*, «Brookings Papers on Economic Activity», 1 (1988), pp. 141-95.

Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen, *Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales*, «Quarterly Journal of Economics», Vol. 115 (2000), pp. 695-705.

Gelb, Alan; Ramachandran, Vijaya; Shah, Manju Kedia; Turner, Ginger. 2007. *What Matters to African Firms? The Relevance of Perceptions Data*. Policy Research Working Paper; No. 4446. World Bank, Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7542> License: CC BY 3.0 IGO.

Gertler M., *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, «Journal of Money, Credit, and Banking», No. 20 (1988), pp. 559-596.

Gervasoni A., Lanfranchi V., *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, «Quaderni di ricerca sull'artigianato», 2 (2015), pp. 273-298.

Guiso L., *High-tech firms and credit rationing*, «Journal of Economic Behavior & Organization», Vol. 35 (1998), pp. 39-59

Harrison, A. and M. McMillan, *Does Direct Foreign Investment Affect Domestic Firm Credit Constraints?*, «Journal of International Economics», Vol. 61, Issue 1, 2000, pp. 73-100.

Himmelberg, C., & Peterson, B., *R&D and internal finance: A panel study of small firms in high-tech industries*, «Review of Economics and Statistics», No. 76 (1994), pp. 38–51.

Hoffman, P., Postel-Vinay, G., Rosenthal, J., *Priceless Markets: The Political Economy of Credit in Paris, 1660–1870*, University of Chicago Press, Chicago, 2001.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, *Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups*, «Quarterly Journal of Economics», Volume 106, Issue 1, 1991, pp. 33-60.

I piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano, «Quaderni di ricerca Intermonte», No.3 (marzo 2018).

Johnson, S., McMillan, J., Woodruff, C., *Property rights and finance*, «American Economic Review» Vol.92, Issue 5 (2002), pp. 1335–1356.

Kamien, Morton I., and Nancy L. Schwartz, *Self-Financing of an R&D Project*, «American Economic Review», No. 68 (1978), pp. 252-261.

Kaplan, S. and L. Zingales, *Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?*, «Quarterly Journal of Economics», Vol. 112, 1997, pp. 169-215.

KT&Partners, *PIR: Plan (For Italian) IPO Renaissance?*, Febbraio 2018.

Kumar, K., Rajan, R., Zingales, L., *What determines firm size?*, «NBER Working Paper», No.7208 (1999).

Laeven, L., Woodruff, C., *The quality of the legal system and firm size*, «The Review of Economics and Statistics», Vol. 89, Issue 4 (2003), pp. 601-614.

La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W., *Legal Determinants of External Finance*, «Journal of Finance», No. 52 (1997), pp. 1131-1150.

Love, I., *Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model*, «Review of Financial Studies», Vol. 16, Issue 3 (2003), pp. 765-791.

OECD Studies and Entrepreneurship, Italy: Key Issues and Policies, OECD Publishing, 2014.

Oliner, S. D. and G. D. Rudebusch, *Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment*, «Review of Economics and Statistics», Vol.74, No. 2, 1992, pp. 643-54.

Piani Individuali di Risparmi: paper di analisi degli strumenti finanziari, a cura di Deloitte, Nctm, JEME, Ottobre 2018.

Rajan, Rhaguram and Luigi Zingales, *Financial dependence and growth*, «American Economic Review», No. 88 (1998), pp. 559-587.

Sembenelli, A. and F. Schiantarelli, *Form of Ownership and Financial Constraints*, «Working Paper», No. 1629 (1996).

Schiffer, M., Weder, B., *Firm size and the business environment: Worldwide survey results*, «Discussion Paper», No. 43 (2001).

Shin, H.-H. and Y. S. Park (1999), *Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols'*, «Journal of Corporate Finance», Vol. 5, No. 2, 1999, pp. 169-191.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, «American Economic Review», No. 71 (1981), pp. 393-410.

Ufficio Studi Mediobanca, *Indagine Sui Fondi E Sicav Italiani (1984-2015)*, 15/12/2016.

Whited, T. (1992), *Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data*, «Journal of Finance», Vol. 47, No. 4, 1992, pp. 1425-60.

Risorse Online

Agenzia delle Entrate, *circolare N.3/E Oggetto: Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)*, 26/02/2018.

<https://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/nsilib/insi/normativa+e+prassi/circolari/archivio+circolari/circolari+2018/febbraio+2018/circolare+n+3+del+26+02+2018/Circolare+n.+3+E+del+26+febbraio++2018.pdf>

Asian Development Bank, *Asia SME Finance Monitor 2014*

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/173205/asia-sme-finance-monitor2014.pdf>

Assogestioni, *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, III trimestre 2018*.

http://www.assogestioni.it/index.cfm/3.243.8921/mappa_2018_03.pdf

Assogestioni, *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, IV trimestre 2017*.

http://www.assogestioni.it/index.cfm/3.143.12316/mappa_2017_04_.pdf

Biggs, T., *.Is small beautiful and worthy of subsidy? Literature review*. IFC Mimeo, 2002.

<https://pdfs.semanticscholar.org/861a/23aae28e16ceebe9a8f8ee091577341f73e7.pdf>

De Luca R. e Lucido N., *I piani individuali di risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, «Documenti di ricerca», 12 marzo 2018. Reperibile sul sito della Fondazione Nazionale dei Commercialisti:

https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/filemanager/active/01249/2018_03_13_I_piani_individuali_di_risparmio.pdf?fid=1249

Fontina C., Mobili M., *PIR a rischio aiuti di Stato: Standby in attesa del decreto*, «Il Sole 24 Ore», 3 Gennaio 2019, pag.2.

<http://www.daily-press.it/ConfartigianatoFvg/PDF/2019/2019-01-03/2019010340940003.pdf>

FTSE Russel, *Indici Ftse Italia PIR: Domande Frequenti*.

<https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-PIR-FAQ-ITA.pdf>

Hallberg, K., *A market-oriented strategy for small and medium-scale enterprises*, «Discussion Paper IFC», 40 (2000), The World Bank Washington, D.C.

http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Hallberg_2000.pdf

Imprese, quando l'accesso al credito diventa impossibile, a cura del Centro Studi Confimprenditori, 2017.

<https://www.confimprenditori.it/wp2017/wp-content/uploads/2017/05/Accesso-al-credito.pdf>

IRTOP Consulting - Research Department IRTop Consulting, *Osservatorio Aim Italia: emittenti, risultati, investitori*, Luglio 2018.

<http://aimnews.it/wp-content/uploads/2018/07/OSSERVATORIO-AIM-indice+execu-oss.pdf>

Klapper, L., Laeven, L., Rajan, R., *Barriers to entrepreneurship*, 2004.

http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Entrepreneurship_KLR.pdf

Lucido N. e Renne F., *Dinamiche del credito alle PMI e riflessioni operative*, «Documenti di Ricerca», Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 15/03/2017.

https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/filemanager/active/01214/2017_03_15_Le_dinamiche_de_l_credito_alle_PMI_Lucido-Renne-a.pdf?fid=1214

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine: Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017)*, 4 ottobre 2017.

<http://www.finanze.it/export/sites/finanze/it/.content/Documenti/Varie/LINEE-GUIDA-PIR.pdf>

Piano Nazionale per il Sud

<http://leg16.camera.it/temiap/temi16/Piano%20nazionale%20per%20il%20Sud.pdf>

Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Osservatorio Mini-Bond:4° Report italiano sui Mini-Bond*, Febbraio 2018.

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=446>

Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale, *Quaderno Di Ricerca: La Finanza Alternativa Per Le PMI In Italia*, Novembre 2018. Reperibile all'indirizzo:

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/webportal/docdownload?codice=477>

Rapporto Cerved PMI 2017, a cura di Fabrizio Balda, Claudio Castelli, Francesca Negri, Lisa Raffi, Guido Romano, Letizia Sampoli e Fabiano Schivardi.

http://www.educational.rai.it/materiali/pdf_articoli/39231.pdf

Rota A., *Un anno di PIR: offerta, portafogli, clientela*, Assogestioni, 11 Aprile 2018.

http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,12404/assogestioni_rota_pir_sdr_20180411.pdf

Snodgrass, D., Biggs, T., *Industrialization and the small firm: Patterns and policies*, International Center for Economic Growth and the Harvard Institute for International Development, San Francisco, 1996.

<http://213.154.74.164/invenio/record/4603/files/pnaca514.pdf>

Statuto delle Imprese (2011):

<https://www.to.camcom.it/sites/default/files/avviare-impresa/STATUTO%20DELLE%20IMPRESE.pdf>

TUIR - Testo Unico delle Imposte sui Redditi (DPR 22 dicembre 1986, n. 917) aggiornato con le modifiche da ultimo introdotte dalla L. 27 dicembre 2017, n. 205 e dal D.L. 16 ottobre 2017, n. 148 così come coordinato dalla L. 4 novembre 2017, n. 172.

<http://www.studiosalerno.net/public/legfiscale/TUIR1-21.htm>

Sitografia

AdviseOnly

Redazione AdviseOnly, I PIR portano in Borsa le piccole e medie imprese, 27/10/2017.

<https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/i-pir-portano-in-borsa-le-piccole-e-medie-imprese/>

Zenti R., Kill PIR – Volume I: Come t’ammazzo un PIR: quale combinazione e livello di commissioni è in grado di uccidere un PIR, annullandone il beneficio fiscale?, 25/05/2017.

<https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/kill-pir-volume-i/>

Zenti R., Kill PIR – Volume 2, 15/06/2017.

<https://www.adviseonly.com/economia-e-mercati/commento-al-mercato/kill-pir-volume-2/>

Affari Internazionali

Poli E., Pmi, la forza motrice della crescita. Affari Internazionali, 28/10/2015.

<https://www.affarinternazionali.it/2015/10/pmi-la-forza-motrice-della-crescita/>

AIFI – Associazione del Private Equity, Venture Capital E Private Debt

<https://www.aifi.it>

Banca Mediolanum

Banca Mediolanum – Family Banker Blog, *Educazione finanziaria: a che punto siamo in Italia?*

<https://www.familybanker.it/blog/educazione-finanziaria-a-che-punto-siamo/>

Borsa Italiana

Borsa Italiana, *Il rischio paese*, 13/05/2011.

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rischio-paese143.htm>

Commissione Europea:

Commissione Europea, *Entrepreneurship and Small and medium-sized enterprises (SMEs)*.

https://ec.europa.eu/growth/smes_en

Commissione Europea, sezione dedicata all' Enterprise Europe Network

<https://een.ec.europa.eu/>

Portale informativo Horizon 2020

<http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/>

Executive Office of the President of the United States

Small- and Medium-Sized Enterprises (SMEs)

<https://ustr.gov/trade-agreements/free-trade-agreements/transatlantic-trade-and-investment-partnership-t-tip/t-tip-12>

Fisco e Tasse

<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/10236-white-list-elenco-dei-paesi.html>

Fondo di Garanzia

<http://www.fondidigaranzia.it/>

Formez

Salvi C., *Programmi comunitari: Cosme 2014-2020*

<http://programmicomunitari.formez.it/content/cosme-2014-2020>

Gazzetta Ufficiale

Legge 11 dicembre 2016, n. 232, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg>

Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50, *Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/04/24/17G00063/sg>

Legge 21 giugno 2017, n. 96, *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, recante disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/06/23/17G00112/sg>

Legge 27 dicembre 2017, n. 205, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/12/29/17G00222/sg>

Legge 30 dicembre 2018, n. 145, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/12/31/18G00172/sg>

Il Sole 24 Ore:

Cellino M., *Dai Pir un potenziale di 500 Ipo, ma per ora successo a due facce*, 20/03/2018.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-03-19/dai-pir-potenziale-500-ipo-ma-ora-successo-due-facce-201605.shtml?uuid=AEqSeRJE>

Cellino M., Della Valle I., *Pir, scommessa vinta ma gli investitori ora sono più freddi e le Pmi a bocca asciutta*, 24/09/2018.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-09-24/pir-scommessa-vinta-ma-pmi-restano-palo-103528.shtml?uuid=AE9IcJ5F>

Cellino M., Longo M., *Risparmio, Pir a quota 5 miliardi. Ecco le opportunità e i rischi*. 12/08/2017.
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-08-11/risparmio-tutte-opportunita-e-rischi-pir--213335.shtml?uuid=AEMDlBBC>

Della Valle I., *«Con i vecchi Pir finora pochi capitali all'economia reale»*, 16/01/2019.
<https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio/2019-01-16/con-vecchi-pir-finora-pochi-capitali-all-economia-reale-163138.shtml?uuid=AErHF4FH>

Della Valle I., *Corcos (Assogestioni): «Pir, regole da rivedere. Servono i fondi chiusi»*, 13/01/2019.
<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-01-11/corcos-assogestioni-pir-regole-rivedere-servono-fondi-chiusi-202946.shtml?uuid=AEq0fYDH>

Della Valle I., «Non chiedete a un Pir aperto di fare il fondo chiuso» , 22/12/2018.

<https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio/2019-01-11/non-chiedete-un-pir-aperto-fare-fondo-chiuso-134647.shtml?uud=AEr7I22G>

Econopoly, *Diverse sfumature di Pir (e come evitare la prossima trappola)*, 21/04/2017.

http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/04/21/diverse-sfumature-di-pir/?refresh_ce=1

Longo M., *Investire in Pir: come fare, quando conviene e i possibili rischi*, 09/11/2017.

https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-11-08/investire-pir-come-fare-quando-conviene-e-possibili-rischi-202545.shtml?uud=AEVjoA7C&refresh_ce=1

Monti M., *Cresce in Italia la finanza alternativa: più supporto a non quotate e Pmi*, 12/11/2018.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-11-01/cresce-italia-finanza-alternativa-piu-supporto-non-quotate-e-pmi-183938.shtml?uud=AE7wCJSG>

Paletta A., *SPAC quotate in Borsa: IPO, azioni, warrant e diritti di assegnazione*, 12/07/2018.

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2018-07-11/spac-quotate-borsa-ipo-azioni-warrent-e-diritti-assegnazione-101124.php>

Ursino G., *Se i Pir finanziano in primis le banche*, 25/03/2017.

<https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-03-27/se-pir-finanziano-primis-banche-170346.shtml?uud=AE6gPdr>

Industrial Stars of Italy,

Industrial Stars of Italy, *Cos'è una SPAC*

<http://www.indstars.it/it/pages/cos-una-spac>

Ministero dello Sviluppo Economico:

Ministero dello Sviluppo Economico, *Beni strumentali ("Nuova Sabatini")*

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta formazione 4.0*

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-formazione>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI*

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-quotazione-pmi>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Credito d'imposta R&S*:

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-r-s>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Fondo di garanzia per le PMI*

<https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-di-garanzia-per-le-pmi?idmenu=3704>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Iper e Super Ammortamento*:

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/iper-e-super-ammortamento>

Ministero dello Sviluppo Economico, *PMI vittime di mancati pagamenti: al via le domande*

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2036327-pmi-vittime-di-mancati-pagamenti-al-via-le-domande>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Sostegno alle startup innovative (Smart & Start)*

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/smart-start>

Ministero dello Sviluppo Economico, *Voucher per la digitalizzazione delle Pmi*:

<https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/voucher-digitalizzazione>

Merlot

The World Business Environment Survey (WBES) Interactive Dataset

<https://www.merlot.org/merlot/viewMaterial.htm?id=77618>

Research Italy

Research Italy - Il portale della ricerca italiana, Horizon 2000

<https://www.researchitaly.it/horizon-2020/#null>

Startup Business

Startup Business, *Chi è il business angel, come può finanziare la startup, come trovarlo?*

<https://www.startupbusiness.it/cose-un-business-angel-e-come-puo-finanziare-la-startup/88557/>

TrendOnline.com

Baselli V., *I Pir francesi non sfondano*, 17/10/2017.

<https://www.trend-online.com/risparmio/pir-francesi-non-sfondano/>

Unimpresa

Ufficio Stampa Unimpresa, *Banche: Unimpresa, prestiti aziende crollati di 37 miliardi in 2017*, 16/03/2018.

<https://www.unimpresa.it/banche-unimpresa-prestiti-aziende-crollati-di-37-miliardi-in-2017/16639>

Appendice

Legenda:

- * = società non quotata dal 01/06/2016 al 28/12/2018
- ** = società che svolge principalmente attività immobiliare
- *** = società passata dal segmento AIM Italia al MTA
- ****= società qualificata non PIR
- ***** = SPAC
- *****= risultante di un'operazione straordinaria di Reverse Takeover nel 2016
- *****= outlier

FTSE MIB (Società quotate al 11/10/2018):

A2A S.p.A.	Italgas S.p.A. *
Atlantia S.p.A.	Leonardo S.p.A.
Azimut Holding S.p.A.	Mediaset S.p.A.
Banca Generali S.p.A.	Mediobanca S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.	Moncler S.p.A.
Banco BPM S.p.A. *	Pirelli & C. S.p.A. *
BPER Banca S.p.A.	Poste italiane S.p.A.
Brembo S.p.A.	Prysmian S.p.A.
Buzzi Unicem S.p.A.	Recordati S.p.A.
Campari - Milano S.p.A.	Saipem S.p.A.
CNH Industrial N.V.	Salvatore Ferragamo S.p.A.
DiaSorin S.p.A.	Snam S.p.A.
Enel S.p.A.	STMicroelectronics N.V.
Eni S.p.A.	Telecom Italia S.p.A.
Exor N.V.	Tenaris S.A.
Ferrari N.V.	Terna - Rete Elettrica Nazionale S.p.A.
Fiat Chrysler Automobiles N.V.	UBI Banca S.p.A.
FincoBank S.p.A.	UniCredit S.p.A.
Generali S.p.A.	Unipol S.p.A.
Intesa Sanpaolo S.p.A.	UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

FTSE Italia Mid Cap (Società quotate al 11/10/2018):

Acea S.p.A.	ERG S.p.A.
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	Falck Renewables S.p.A.
Amplifon S.p.A.	FILA S.p.A.
ANIMA Holding S.p.A.	Fincantieri S.p.A.
Ansaldo STS S.p.A.	Geox S.p.A.
Aquafil S.p.A. *	GIMA TT S.p.A. *
Ascopiave S.p.A.	Hera S.p.A.

ASTM S.p.A.	IGD SIIQ S.p.A. **
Autogrill S.p.A.	IMA S.p.A.
Banca Farmafactoring S.p.A. *	Interpump Group S.p.A.
Banca IFIS S.p.A.	INWIT S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ****	Iren S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio S.p.A.	Italmobiliare S.p.A.
Beni Stabili SIIQ S.p.A. **	Juventus Football Club S.p.A.
Biesse S.p.A.	Maire Tecnimont S.p.A.
Brunello Cucinelli S.p.A.	MARR S.p.A.
Carel Industries S.p.A. *	MutuiOnline S.p.A.
Cattolica Assicurazioni S.p.A.	OVS S.p.A.
Cementir Holding S.p.A.	Parmalat S.p.A.
Cerved Information Solutions S.p.A.	Piaggio & C. S.p.A.
CIR - Compagnie Industriali Riunite S.p.A.	Rai Way S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.	Reply S.p.A.
Credito Valtellinese S.p.A.	Salini Impregilo S.p.A.
Danieli & C. S.p.A.	Saras S.p.A.
Datalogic S.p.A.	SIAS S.p.A.
De'Longhi S.p.A.	Sol S.p.A.
DiaSorin S.p.A.	Tamburi Investment Partners S.p.A.
doBank S.p.A. *	Technogym S.p.A.
El.En. S.p.A.	Tod's S.p.A.
ENAV S.p.A. *	Zignago Vetro S.p.A.

FTSE Italia Small Cap (Società quotate al 11/10/2018):

Acotel Group S.p.A.	Gruppo Ceramiche Ricchetti S.p.A.
Aedes S.p.A. **	I Grandi Viaggi S.p.A.
Aeffe S.p.A.	Il Sole 24 ORE S.p.A.
Alerion Clean Power S.p.A.	IMMSI S.p.A.
Ambienthesis S.p.A.	Indel B S.p.A. *
Astaldi S.p.A.	Intek Group S.p.A.
Autostrade Meridionali S.p.A.	Irce S.p.A.
Avio S.p.A.	Isagro S.p.A.
B&C Speakers S.p.A.	Italiaonline S.p.A.
Banca Carige S.p.A.	Itway S.p.A.
Banca Finnat Euramerica S.p.A.	Ivs Group S.p.A.
Banca Intermobiliare S.p.A.	KRENERGY S.p.A.
Banca Profilo S.p.A.	La Doria S.p.A.
Banca Sistema S.p.A.	Landi Renzo S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza S.p.A.	S.S. Lazio S.p.A.
Banco di Sardegna Rsp S.p.A.	LUVE S.p.A. ***
BasicNet S.p.A.	Lventure Group S.p.A.
Bastogi S.p.A.	Massimo Zanetti Beverage Group S.p.A.
Be S.p.A.	Mediacontech S.p.A.
Beghelli S.p.A.	Mittel S.p.A.
Bialetti Industrie S.p.A.	Molmed S.p.A.
Biancamano S.p.A.	Mondadori Editore S.p.A.
Bioera S.p.A.	Mondo TV S.p.A.
Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. **	Monrif S.p.A.
Cad It S.p.A.	Netweek S.p.A.

Cairo Communication S.p.A.	Nice S.p.A.
Caleffi S.p.A.	Nova Re S.p.A. **
Caltagirone S.p.A.	Openjobmetis S.p.A.
Caltagirone Editore S.p.A.	Panariagroup Industrie Ceramiche S.p.A.
Carraro S.p.A.	Pierrel S.p.A.
Cembre S.p.A.	Pininfarina S.p.A.
Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	Piquadro S.p.A.
CHL S.p.A.	PLC S.p.A. **
Class Editori S.p.A.	Poligrafica San Faustino S.p.A.
COFIDE S.p.A.	Poligrafici Editoriale S.p.A.
Coima Res S.p.A. **	Prima Industrie S.p.A.
Compagnia Immobiliare Azionaria S.p.A. **	Ratti S.p.A.
Conafi Prestitò S.p.A.	RCS MediaGroup S.p.A.
Csp International S.p.A.	Reno De Medici S.p.A.
D'Amico S.p.A.	Retelit S.p.A.
Damiani S.p.A.	Risanamento S.p.A. **
DeA Capital S.p.A.	A.S. Roma S.p.A.
Digital Bros S.p.A.	Rosss S.p.A.
Edison Rsp S.p.A.	Sabaf S.p.A.
Eems S.p.A.	Saes Getters S.p.A.
Elica S.p.A.	Safilo Group S.p.A.
Emak S.p.A.	Servizi Italia S.p.A.
Enervit S.p.A.	Sesa S.p.A.
ePrice S.p.A.	Sintesi S.p.A.
Esprinet S.p.A.	SOGEFI S.p.A.
Eurotech S.p.A.	Stefanel S.p.A.
Exprivia S.p.A.	Tas S.p.A.
Fidia S.p.A.	Tecnoinvestimenti S.p.A. ***
Fiera Milano S.p.A.	Ternienergia S.p.A.
FNM S.p.A.	Tesmec S.p.A.
Gabetti Property Solutions S.p.A. **	Tiscali S.p.A.
Gamenet S.p.A. *	Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A.
Gas Plus S.p.A.	Triboo S.p.A. ***
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.	TXT S.p.A.
Gefran S.p.A.	Unieuro S.p.A. *
GEQUITY S.p.A.	Valsoia S.p.A.
Giglio Group S.p.A. ***	Zucchi S.p.A.

FTSE Italia STAR (Società quotate al 11/10/2018):

Acotel Group S.p.A.	Gefran S.p.A.
Aeffe S.p.A.	Giglio Group S.p.A. ***
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	GIMA TT S.p.A. *
Amplifon S.p.A.	Guala Closures S.P.A. *
Ansaldo STS S.p.A.	IGD SIIQ S.p.A. **
Aquafil S.p.A. *	IMA S.p.A.
Ascopiave S.p.A.	Interpump Group S.p.A.
Avio S.p.A.	Irce S.p.A.
B&C Speakers S.p.A.	Isagro S.p.A.
Banca Finnat Euramerica S.p.A.	Isagro S.p.A. Azioni Sviluppo

Banca IFIS S.p.A.	La Doria S.p.A.
Banca Sistema S.p.A.	Landi Renzo S.p.A.
BB Biotech A.G. ****	MARR S.p.A.
Be S.p.A.	Massimo Zanetti Beverage Group S.p.A.
Biesse S.p.A.	Mondadori Editore S.p.A.
Cad It S.p.A.	Mondo TV S.p.A.
Cairo Communication S.p.A.	MutuiOnline S.p.A.
Carel Industries S.P.A. *	Nice S.p.A.
Cembre S.p.A.	Openjobmetis S.p.A.
Cementir Holding S.p.A.	Panariagroup Industrie Ceramiche S.p.A.
Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	Poligrafica San Faustino S.p.A.
D'Amico International Shipping S.A.	Prima Industrie S.p.A.
Datalogic S.p.A.	Reno De Medici S.p.A.
DeA Capital S.p.A.	Reply S.p.A.
Digital Bros S.p.A.	Retelit S.p.A.
El.En. S.p.A.	Sabaf S.p.A.
Elica S.p.A.	Saes Getters S.p.A.
Emak S.p.A.	Saes Getters S.p.A. Rnc
ePrice S.p.A.	Servizi Italia S.p.A.
Esprinet S.p.A.	Sesa S.p.A.
Eurotech S.p.A.	SOGEFI S.p.A.
Exprivia S.p.A.	Tamburi Investment Partners S.p.A.
Falck Renewables S.p.A.	Tecnoinvestimenti S.p.A. ***
Fidia S.p.A.	Tesmec S.p.A.
Fiera Milano S.p.A.	TXT e-solutions S.p.A.
FILA S.p.A.	Unieuro S.p.A. *
Gamenet S.p.A. *	Zignago Vetro S.p.A.

FTSE AIM Italia (Società quotate al 01/06/2016):

Abitare In	Iniziative Bresciane
Agronomia *	Innovatec
Ambromobiliare	Italia Independent Group
Assiteca	Italian Wine Brands
axélero	Ki Group
BioDue	Leone Film Group
Bio-on	Lucisano Media Group
Blue Financial Communication	LU-VE ***
Blue Note *****	MailUp
Bomi Italia	Masi Agricola
Bridge Management *	MC-link *
Caleido Group	Methorios Capital *
Capital for Progress *****	Mobyt *

CdR Advance Capital	Modelleria Brambilla
Clabo	Mondo TV France ****
Cover 50	Mondo TV Suisse ****
Digital Magics	Mp7 Italia *
DigiTouch	Net Insurance
Ecosuntek	Neurosoft ****
Elettra Investimenti	Notorious Pictures
Energica Motor Company	Piteco
Energy Lab *	PLT Energia
Enertronica	Poligrafici Printing
Expert System	Primi sui Motori
Fintel Energia Group	Rosetti Marino
First Capital	S.M.R.E.
Frendy Energy	Safe Bag
Gala *	SITI B&T Group
Gambero Rosso	Softec
Giglio Group ***	Tbs Group *
Giorgio Fedon & Figli	TE Wind ****
Glenalta Food ****	Tech-Value *
GO Internet	Tecnoinvestimenti ***
Gruppo Green Power	Triboo Media ***
H-FARM	Visibilia Editore
IKF *	Vita Società Editoriale *
Imvest	WM Capital
Industrial Stars of Italy 2 ****	Zephyro

Società Immobiliari:

Beni Stabili SIIQ S.p.A.	Compagnia Immobiliare Azionaria S.p.A.
IGD SIIQ S.p.A.	Gabetti Property Solutions S.p.A.
Aedes S.p.A.	Nova Re S.p.A.
Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A.	PLC S.p.A.
Coima Res S.p.A.	Risanamento S.p.A.

Società Finanziarie e Assicurative:

Azimut Holding S.p.A.	Mediobanca S.p.A.
Banca Generali S.p.A.	UBI Banca S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.	UniCredit S.p.A.
BPER Banca S.p.A.	Unipol S.p.A.
FinecoBank S.p.A.	UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Generali S.p.A.	ANIMA Holding S.p.A.
Intesa Sanpaolo S.p.A.	



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato*

**ANALISI DEGLI EFFETTI DEI PIR SUL FINANZIAMENTO DELLE PMI
(RIASSUNTO)**

Relatore:

Raffaele Oriani

Correlatore:

Arturo Capasso

Candidato:

Federico Peruzzi

Matricola: 680561

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

Indice del Riassunto

CAPITOLO 1. Il Finanziamento delle PMI: un problema da risolvere.

Focus sul tessuto economico italiano e sulle attuali politiche di sostegno

1.3. L'accesso al finanziamento delle PMI: principale vincolo alla crescita

1.4. Il finanziamento delle PMI in Italia e le politiche di sostegno

CAPITOLO 2. PIR: un nuovo canale di finanziamento per le PMI italiane

2.1. La regolamentazione giuridica dei piani individuali di risparmio: Legge 232/201

2.2. Come investire in un PIR

2.3. Benefici e criticità di un PIR

CAPITOLO 3. Analisi dell'impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull'economia reale

3.1. Analisi dell'Asset Allocation dei fondi PIR-conformi

3.2. "Effetto PIR" sul mercato azionario italiano

3.3. Previsioni Future

Riassunto

CAPITOLO 1. Il Finanziamento delle PMI: un problema da risolvere. Focus sul tessuto economico italiano e sulle attuali politiche di sostegno

1.1.L'accesso al finanziamento delle PMI: principale vincolo alla crescita

Il tessuto economico italiano, secondo gli ultimi dati rilasciati da Cerved, è formato per oltre il 99,5% da micro, piccole e medie imprese che impiegano circa 14 milioni di addetti.

Tali realtà rappresentano la colonna portante della nostra economia ma la loro crescita e il loro sviluppo sono ostacolati dalla bassa propensione degli istituti finanziari a concedere prestiti.

Nella prima parte del Capitolo 1 sono stati presi in considerazione i principali ostacoli al finanziamento delle aziende. La letteratura finanziaria ha dimostrato che le piccole imprese (soprattutto se giovani e nazionali) affrontano, a priori, più ostacoli alla crescita aziendale rispetto alle società di grandi dimensioni (da più anni nel mercato e internazionali) poiché i vincoli, soprattutto l'accesso al finanziamento, sono maggiormente stringenti. Le asimmetrie informative, difatti, tendono ad aggravarsi nel caso di giovani società, poiché i creditori non hanno tempo e dati necessari a valutare con precisione il rischio connesso al finanziamento e le imprese non hanno tempo sufficiente a instaurare rapporti di lungo periodo con i finanziatori. Queste, unite al momento storico che stiamo vivendo, contraddistinto da un obbligatorio miglioramento della qualità degli attivi bancari imposto dalle nuove direttive europee, ha portato ad un razionamento del credito per le piccole imprese italiane, spesso costrette a finanziare i propri progetti di ricerca e sviluppo in maniera non ottimale, attraverso i fondi interni.

1.2. Il finanziamento delle PMI in Italia e le politiche di sostegno

La seconda parte del Capitolo 1 è dedicata proprio alla situazione italiana: sempre secondo il Rapporto Cerved 2017, nel 2016, per il secondo anno consecutivo, il numero di PMI italiane è tornato a crescere, per un totale di 145.424 di piccole e medie imprese che occupano circa 3,9 milioni di addetti e che producono un giro d'affari di 871 miliardi di euro.

Nonostante i segnali positivi sopracitati, il 2017 per le PMI è stato un anno caratterizzato da un forte “credit crunch”. Secondo l'elaborato del centro studi Unimpresa, le banche italiane hanno erogato meno finanziamenti alle imprese, facendo crollare i presiti di quasi 37 miliardi di euro, passati da 780,1 miliardi a 742,6 miliardi, un calo del 6,34% rispetto all'anno precedente.

Per supportare l'economia delle PMI, l'UE ha messo a disposizione vari fondi (riconducibili a quattro categorie: finanziamenti diretti, finanziamenti indiretti, strumenti per facilitare l'accesso al credito alle imprese forniti dagli intermediari finanziari e opportunità di investimento previste nell'ambito delle politiche di aiuto ai paesi terzi) e sono stati varati dei piani di azione atti ad aumentare la competitività delle piccole e medie imprese attraverso la ricerca, l'innovazione e la facilitazione dell'accesso al finanziamento (tra questi citiamo: lo “Small Business Act”, “Horizon 2020” e il programma “COSME”).

Il quadro politico nazionale è, invece, stato rafforzato nel novembre 2011, con l'approvazione in via definitiva dal Parlamento, dello Statuto delle Imprese. Tale atto ha evidenziato il contributo fondamentale alla crescita, all'occupazione e alla prosperità economica, apportato dalle imprese e ha lo scopo di fissare le priorità economico-sociali per le PMI e di identificare i programmi volti a favorire l'imprenditorialità in Italia, applicando in pieno i dieci principi previsti nello Small Business Act (imprenditorialità, seconda possibilità, pensare anzitutto al piccolo, amministrazione recettiva, appalti pubblici e aiuti di stato, finanza, mercato unico, competenze e innovazione, ambiente, internazionalizzazione). Tra le principali misure di finanziamento strutturale di maggior successo nel nostro paese citiamo: il “Fondo di Garanzia per le PMI” (attivo dal 2000), il “Fondo per il credito alle aziende vittime di mancati pagamenti”, la misura Beni Strumentali “Nuova Sabatini” e il “Credito d'imposta per la quotazione delle PMI”.

Ad oggi, le imprese italiane possono finanziarsi attraverso diverse fonti di finanziamento:

- Mini-bond sono, per le PMI, lo strumento alternativo migliore al prestito bancario. Introdotti nel nostro ordinamento nel 2012, sono obbligazioni a medio lungo termine o cambiali finanziarie, emesse da società italiane non quotate a favore di soggetti che intendono investire nel progetto di quella impresa. Prevedono, come per le altre

obbligazioni, un tasso di interesse remunerato sotto forma di cedola periodica, una data di scadenza ed emissione massima di 500 milioni di euro. Borsa Italiana ha creato un apposito segmento di mercato telematico, l'ExtraMOT PRO, per regolarne gli scambi fra investitori professionali, attraverso procedure di ammissione semplici, rapide e poco costose.

- Direct lending, entrato in vigore con il decreto-legge 18/2016, nel febbraio del 2016, questo è la concessione di finanziamenti alle imprese, attraverso i fondi d'investimento alternativi UE. Questi per svolgere la suddetta attività devono ricevere, entro sessanta giorni dalla richiesta, l'autorizzazione da parte della Banca d'Italia.
- Crowdfunding, la cui traduzione letteraria è "finanziamento collettivo", è la raccolta di capitali attraverso la rete Internet. Il finanziamento collettivo può avvenire in diverse modalità: per donazione ("donation crowdfunding"); per ricompensa di natura non monetaria ("reward crowdfunding"); per ricompensa monetaria ("royalty-based crowdfunding"); attraverso il capitale di debito ("lending crowdfunding"); oppure attraverso la sottoscrizione di capitale di rischio ("equity crowdfunding").
- Il private equity è definito come l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, il cui obiettivo è valorizzare l'impresa oggetto d'investimento, al fine della sua dismissione entro un periodo di medio, lungo termine. Il private equity può avvenire mediante due distinte modalità di apporto di capitali nella società "target": attraverso l'acquisizione di azioni già esistenti oppure con la sottoscrizione di azioni di nuova emissione. Il canale del private equity racchiude al suo interno diverse tipologie di operatori che si caratterizzano per il "timing" dell'intervento. Infatti, l'apporto di capitale di rischio possiede differente significato a seconda della fase di vita in cui si trova l'azienda. Si definisce attività di "venture capital", se il finanziamento comprende operazioni di avvio di nuove imprese o sviluppo di aziende già esistenti.
- Le SPAC, acronimo di "special purpose acquisition company", sono veicoli societari d'investimento, nati negli Stati Uniti intorno ai primi anni Novanta. La funzione della SPAC è reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali attraverso un'offerta pubblica iniziale, per poi richiedere la propria quotazione in Borsa e presentare ai potenziali investitori un progetto di investimento, ("Business Combination"), che si manifesta tramite la fusione con una società target non quotata. I fondatori detengono

tipicamente una partecipazione fra il 10-20% nella SPAC e ricoprono il ruolo di manager, la loro buona reputazione è fondamentale ai fini del successo dell'operazione. I capitali raccolti con l'IPO vengono depositati in un conto vincolato che è indisponibile agli amministratori senza una delibera dell'assemblea dei soci. La *Business Combination* deve essere approvata dall'assemblea dei soci della SPAC e nel caso di mancata approvazione, i manager sono tenuti a cercare una nuova società target. Infine, la SPAC ha solamente ventiquattro mesi a disposizione per effettuare la fusione, pena lo scioglimento e liquidazione delle proprie partecipazioni agli azionisti.

- AIM Italia è un sistema multilaterale di negoziazione, creato da Borsa Italiana, per facilitare l'accesso al mercato borsistico per le PMI, in cui le procedure di quotazione sono più snelle e i costi inferiori.

Riassunto

CAPITOLO 2. PIR: un nuovo canale di finanziamento per le PMI italiane

2.1. La regolamentazione giuridica dei piani individuali di risparmio:

Legge 232/2016

Il Capitolo 2 è interamente dedicato ai PIR (Piani Individuali di Risparmio) introdotti nel nostro ordinamento con la legge 11 dicembre 2016, n. 232, o legge di bilancio per il 2017. Per agevolare il lettore nella comprensione, nel primo paragrafo, è stato riportato integralmente il testo dei commi 100-114 dell'Art.1, che regolamentano l'utilizzo dei PIR, con una breve spiegazione del legislatore.

Dall'analisi della Legge 232/2016 e dei Commi 100-114 deduciamo che il PIR è un contenitore di valore sottoposto ad uno speciale regime fiscale, con lo scopo di canalizzare il risparmio delle famiglie italiane verso le imprese con maggiori difficoltà ad ottenere finanziamento. Per la creazione del piano è necessario un requisito soggettivo, essere una persona fisica residente in Italia, mentre per l'agevolazione fiscale è necessario un requisito temporale, infatti gli strumenti che compongono il PIR devono essere detenuti per almeno cinque anni. Il PIR deve rispettare dei vincoli di investimento specifici: per almeno due terzi dell'anno, le somme devono essere composte per il 70% da strumenti finanziari emessi da imprese con stabile organizzazione nel territorio italiano, di cui almeno il 30% non deve essere investito in titoli appartenenti al FTSE MIB o indici equivalenti. La legge, inoltre, ha posto:

- un limite massimo all'entità dell'investimento, 150.000 euro, importo raggiungibile attraverso investimenti annui non superiori a 30.000 euro;
- un limite alla concentrazione, infatti non è possibile investire in quote superiori al 10% di uno stesso strumento o emittente;
- un divieto di investimento per i paesi non collaborativi.

Con il decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, coordinato con la legge di conversione 21 giugno 2017, n. 96, sono state apportate modifiche ad alcuni commi sopraelencati. In particolare, nel comma 101 è stato sostituito il rinvio al comma 90 con il comma 102. Il comma 113 è stato riformulato per meglio chiarire l'obbligo, per gli intermediari presso cui è stato aperto il PIR, di separata rendicontazione delle somme destinate nel piano, effettuate in anni differenti.

Un'ulteriore modifica ha riguardato il comma 106: è stato previsto, per il titolare del PIR, il termine di 90 giorni per reinvestire le somme derivanti dal rimborso a scadenza degli strumenti finanziari detenuti nel piano, un termine più ampio rispetto ai 30 giorni precedenti.

Inoltre, è stato consentito l'investimento nei PIR anche agli enti di previdenza obbligatoria e alle forme di previdenza complementare, in misura pari al 5% dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente.

Con l'art.1, comma 80, della legge di bilancio per il 2018¹⁵⁴ è stata ampliata la gamma di strumenti PIR-complaint, includendo anche gli strumenti emessi da imprese che svolgono attività immobiliare. Infine, con la legge di stabilità 2018¹⁵⁵ sono stati inclusi, fra i redditi di capitali, i proventi derivanti da prestiti erogati tramite piattaforme di “peer to peer lending”, gestite da società finanziarie o dagli istituti di pagamento autorizzati dalla Banca d'Italia.

Con la manovra finanziaria per il 2019¹⁵⁶ il legislatore ha introdotto due nuovi vincoli alla composizione della quota qualificata del piano di risparmio di lungo termine: l'investimento per almeno il 5 per cento in strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione e l'investimento per almeno il 5 per cento in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato Italiano.

L'obiettivo di tale modifica deriva dalla necessità di far confluire in maniera certa, una piccola percentuale delle risorse PIR alla PMI italiane non quotate nei listini principali di Borsa Italiana:

2.2. Come investire in un PIR

Il paragrafo due è interamente dedicato alle modalità di investimento in PIR.

Diciamo, fin da subito, che per risolvere i dubbi applicativi inerenti alla disciplina dei piani individuali di risparmio e far chiarezza sulle modalità di applicazione della normativa per risparmiatori e operatori del settore PIR, sono stati diffusi due importanti comunicati: le *Linee*

¹⁵⁴ Legge 27 dicembre 2017, n. 205, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2018 e bilancio pluriennale per il triennio 2018-2020*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/12/29/17G00222/sg> >

¹⁵⁵ Legge 30 dicembre 2018, n. 145, *Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*. Reperibile sul sito della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana:

< <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2018/12/31/18G00172/sg> >

¹⁵⁶ Idem.

Guida per l'applicazione della normativa sui PIR del Ministero Economia e Finanze (2017) e la *circolare N.3/E* dell'Agenzia delle Entrate, che ha risolto alcune criticità emerse nel confronto fra Ministero, Entrate e principali associazioni di categoria. Il primo tema sul quale i due comunicati hanno fatto chiarezza è l'ambito soggettivo, cioè definire i destinatari dell'agevolazione. Dalla normativa si evince che i destinatari sono: persone fisiche, residenti nel territorio dello Stato, che conseguono redditi di natura finanziaria al di fuori dell'esercizio di un'attività di impresa commerciale, relativamente a investimenti detenuti, per almeno cinque anni, nell'ambito di un PIR appositamente costituito presso un intermediario abilitato. Ciascuna persona fisica, inoltre, non può godere di più piani contemporaneamente. Il secondo tema affrontato da entrambi i comunicati è l'ambito oggettivo della normativa. In base a tale disposizione, sono esclusi dall'agevolazione fiscale: i redditi che concorrono alla formazione del reddito complessivo del contribuente, i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti da "partecipazioni qualificate" ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del TUIR.

Dopo aver esaminato ambito oggettivo e soggettivo, i comunicati fanno chiarezza sulle modalità di costituzione del piano, il PIR può essere costituito secondo quattro diverse modalità:

9. un rapporto di custodia o di amministrazione titoli, anche fiduciaria, esercitando l'opzione per l'applicazione del risparmio amministrato;
10. un rapporto di gestione di portafoglio, esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato;
11. stabile rapporto, con un intermediario abilitato esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato, riscontrabile anche in assenza di un formale contratto di custodia, come ad esempio nel caso di deposito virtuale;
12. la stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, che rispettino i requisiti di investimento richiesti dalle norme, in tal caso non è richiesta l'opzione per il regime del risparmio amministrato, non essendo le imprese di assicurazioni tra i soggetti abilitati al suddetto regime.

Un altro tema di rilievo affrontato sia nelle *Linee Guida* del MEF che nella *circolare* dell'Agenzia delle Entrate è la definizione del perimetro degli strumenti finanziari ammissibili nel piano di risparmio: la quota del 70% del PIR deve essere composta da investimenti qualificati ('strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono un'attività con stabile organizzazione in Italia e sono residenti nel territorio dello Stato e in Stati membri UE o

“SEE”) e la restante parte, la cosiddetta quota libera, può essere destinata a investimenti che non hanno le caratteristiche per essere considerati qualificati.

In sostanza, affinché il proprietario del PIR non perda il beneficio fiscale e incorra nell’obbligo di restituzione delle imposte non pagate, è necessario che siano rispettate tre condizioni principali:

7. Il vincolo di composizione, sia in termini quantitativi, 70% strumenti qualificati e 30% strumenti non qualificati, che temporali, per almeno i due terzi dell’anno;
8. Il vincolo di concentrazione, non più del 10% in strumenti rilasciati dallo stesso emittente o gruppo, compresi i depositi e la liquidità, non le quote di OICR PIR-conformi, per almeno due terzi dell’anno;
9. Il vincolo di non investimento in strumenti emessi o stipulati con soggetti residenti in paesi o territori diversi da quelli inclusi nella white-list.

2.3. Benefici e criticità di un PIR

Ma quali sono i vantaggi di un investimento in PIR?

Se da un lato è stata analizzata la possibile convenienza di un residente italiano ad investire in PIR, dall’ottica dell’imprenditore, la normativa ha la funzione di stimolare l’immissione di risorse finanziarie nell’economia reale, in particolare supportando le PMI. Infatti, il vincolo di destinare il 21% delle risorse del piano a società non FTSE-Mib ha lo scopo di far confluire i risparmi delle famiglie italiane verso le aziende con minore capitalizzazione, come per esempio, quelle quotate nel segmento AIM Italia.

Un altro piccolo vantaggio legato al tema PIR è certamente, in via indiretta, l’insegnamento al cittadino italiano di nozioni base in materia finanziaria, fra le quali, per esempio: “l’investimento in Borsa richiede un’ottica di medio-lungo termine”. Il fatto che i PIR incentivino l’investimento in un’ottica almeno quinquennale, permette sia alle imprese di poter contare in fondi stabili, sia al risparmiatore di evitare pericolosi disinvestimenti nel breve periodo.

Le maggiori criticità connesse all’incentivazione fiscale dei piani di risparmio sono senza dubbio i costi e gli oneri da sostenere per il titolare del PIR. Oltre alle commissioni di gestione e d’ingresso molti piani presentano anche commissioni di performance, il cui calcolo è effettuato in maniera non omogenea fra tutti i gestori. È quindi necessario che l’investitore sia ben informato di tali oneri, poiché quest’ultimi incidono in maniera significativa sulla

performance finale e possono ridurre decisamente il vantaggio economico dell'agevolazione fiscale.

La seconda criticità è certamente il *rischio paese* intrinseco nell'investimento: la scarsa diversificazione territoriale degli strumenti inseriti nel piano, provoca una concentrazione dei rischi derivanti dalla condizione economica del paese. È bene dunque che i risparmiatori, se decidono di investire in PIR, lo facciano in un'ottica di diversificazione, cioè destinando solamente una piccola parte del proprio patrimonio, piccolo o grande che sia.

La terza importante criticità, per operatori e investitori del settore PIR, è la scarsità di PMI quotate a Piazza Affari. Il rischio maggiore connesso all'elevata raccolta di risorse e alla scarsità di aziende quotate, è la creazione di una bolla speculativa, dovuta ai troppi soldi confluiti su mercati troppo piccoli e la soluzione migliore per evitare il rischio bolla speculativa è l'incremento del numero di società quotate a Piazza Affari.

Per questi motivi, la scelta di istituire un PIR, deve essere il risultato di una saggia riflessione da parte del risparmiatore italiano.

Riassunto

CAPITOLO 3. Analisi dell’impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull’economia reale

Il Capitolo 3 è invece dedicato all’analisi dell’impatto dei PIR sul mercato finanziario italiano e sull’economia reale cercando di capire se i piani di risparmio hanno raggiunto gli obiettivi preposti dal legislatore.

A due anni esatti dall’introduzione dei piani di risparmio, il flusso di denaro confluito nei prodotti PIR ha senza dubbio superato l’aspettativa del legislatore e degli addetti ai lavori. Il primo anno di PIR si è concluso con una raccolta totale di 10,9 miliardi di euro e circa 15,75 miliardi di patrimonio promosso dai gestori di fondi PIR-conformi. Nel corso del 2018, come era lecito aspettarsi, la raccolta è decisamente rallentata rispetto al 2017 ed il patrimonio promosso si attesta intorno ai 19 miliardi.

Il principale player, per patrimonio gestito è il Gruppo Mediolanum, che tramite i suoi due fondi flessibili preesistenti “Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia” e “Mediolanum Flessibile Futuro Italia” amministra circa 4 miliardi di euro, cioè il 20,9% del totale. Successivamente, troviamo il Gruppo Intesa Sanpaolo (19,7%), Amundi Group (16,1%), Arca (10,4%) e Anima Holding (7,5%). Questi cinque player, assieme, gestiscono il 74,6% del patrimonio PIR.

L’analisi condotta si focalizza in due filoni distinti:

- Lo studio dell’asset allocation dei fondi PIR-conformi volto a comprendere la quantità di risorse finanziarie confluite verso le piccole e medie imprese italiane;
- L’analisi dei principali indicatori di mercati, quali: prezzi azionari, volumi di scambio, bid-ask spread e capitale raccolto tramite IPO, per esaminare l’impatto dei piani di risparmio nel mercato azionario italiano.

Nel dettaglio, per capire se le quotazioni dei titoli azionari italiani nei primi due anni PIR hanno sovraperformato il mercato, ho utilizzato la metodologia BHAR, “*buy-and-hold abnormal return*”. Questa ci permette di stimare i rendimenti anomali di strumenti finanziari in eventi di lungo termine. I BHAR sono definiti come la differenza tra rendimenti “buy-and-hold” e i rendimenti attesi dal modello previsionale scelto, su un arco temporale definito. Molti analisti sostengono che l’approccio BHAR descrive nel miglior modo possibile il risultato di

un investimento azionario di lungo termine. Per la stima dei rendimenti attesi utilizzerò il modello “Capital Asset Pricing Model”, o CAPM, il quale descrive la relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, determinata tramite un unico fattore di rischio, detto Beta. Il fattore Beta misura il rischio sistematico, o rischio di mercato, cioè la correlazione fra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato di riferimento, spesso identificato tramite un indice azionario.

I risultati dell’analisi mi consentono di dimostrare se i piani di risparmio hanno raggiunto i tre obiettivi promossi dal legislatore:

3.1.1. Analisi dell’Asset Allocation dei fondi PIR-conformi

I PIR hanno offerto maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, indirizzando il risparmio privato dalla liquidità verso forme di investimento più remunerative?

Si.

Dalla stima effettuata su un campione di quarantuno fondi PIR, per un controvalore di 9,5 miliardi, pari all’87% della raccolta complessiva del primo anno, si evince che i sottoscrittori PIR sono stati circa 797 mila, 677 mila in più rispetto ai 120 previsti, di contro l’investimento medio è stato di 13.670 euro, rispetto ai 15.000 previsti dal legislatore. Inoltre, degli italiani che hanno scelto di costituire un PIR, solamente 279 mila detengono quote di altri fondi d’investimento, mentre 518 mila italiani, grazie ai piani individuali, si sono avvicinati per la prima volta al mondo del risparmio gestito. L’avvicinamento di più di 500mila risparmiatori italiani, in un solo anno, verso forme di investimento più remunerative rispetto al semplice conto corrente, dove molto probabilmente erano detenute tali somme di denaro, è senza dubbio un risultato straordinario che ha permesso di raggiungere il primo obiettivo posto dal legislatore.

I PIR hanno Aumentato le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine, in particolare per le imprese in cui è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente l’approvvigionamento mediante il canale bancario?

Ancora no.

La risposta non è semplice da fornire perché sarebbe indispensabile conoscere nel dettaglio, tutte le partecipazioni possedute dai prodotto PIR. Inoltre, per stimare l’impatto di uno

strumento finanziario con arco temporale di medio-lungo termine è necessario attendere più anni. Ricordiamo che le imprese, una volta ricevuti i fondi, devono attuare un piano di investimento, i cui frutti non si osservano nel brevissimo periodo. Durante il corso del 2017, le PMI hanno ricevuto, dai gestori di fondi, finanziamenti in equity e debito per circa 265 milioni secondo la classificazione peggiore (per classi di fatturato) o per 1.090 milioni di euro secondo la classificazione migliore (per numero di dipendenti); in termini percentuali, si parla di risorse comprese tra l'1,68% e il 6,91% del patrimonio totale promosso. Nonostante i fondi PIR siano i principali investitori sul segmento AIM, il sostegno all'economia reale italiana è stato prossimo a zero, poiché gran parte del flusso è arrivato attraverso acquisti sul mercato secondario, cioè sulle azioni già presenti in Borsa, i cui prezzi sono, talvolta, lievitati a dismisura. Il motivo sottostante è da rintracciare negli stessi prodotti utilizzati per la creazione dei PIR: i fondi comuni aperti d'investimento. Essi sono sottoposti al rispetto di criteri e vincoli d'investimento, improntati al contenimento del rischio e al mantenimento di una elevata soglia di liquidabilità del portafoglio. Perciò, l'esigenza di investire in titoli liquidi non consente ai gestori dei fondi PIR-conformi, di girare cifre importanti verso le PMI caratterizzate dalle difficoltà di accesso al canale bancario tradizionale, quelle che contraddistinguono il tessuto economico italiano, quelle che si proponeva di aiutare il legislatore con la creazione dei PIR. In definitiva, ritengo che per sostenere le PMI italiane sarebbe stato meglio concedere agevolazioni ai fondi di private equity e venture capital, con capitali raccolti solo tra investitori istituzionali e, soprattutto consapevoli.

3.2. “Effetto PIR” sul mercato azionario italiano

I PIR hanno favorito lo sviluppo dei mercati nazionali?

Si.

I PIR sono senza ombra di dubbio uno strumento ottimo per rilanciare lo sviluppo dei mercati nazionali. L'analisi BHAR ha dimostrato un ottimo impatto dei piani di risparmio sui prezzi dei titoli societari italiani, un incremento delle quotazioni non dimostrabile dal modello CAPM. Al 28/12/2018, i tre panieri di società quotate nel segmento Mid e Small Cap, STAR e AIM Italia, hanno rispettivamente sovraperformato il mercato del 22,52%, 26,18% e del 71,88% (corretto a 16,02%, se non consideriamo Bio-on), con livello di significatività del 99,99%, 99% e 98%. La stessa analisi, invece, non ha rivelato incrementi nei prezzi degli istituti finanziari, mentre le società immobiliari, da quando sono divenuti strumenti qualificati per la normativa PIR,

hanno sottoperformato, in media, del 20%. I PIR hanno risvegliato l'interesse degli investitori istituzionali verso quei segmenti "un po' dimenticati" negli ultimi anni, quali il Mid Cap, Small Cap e Aim Italia e ciò è dimostrabile dalla capitalizzazione dell'indice delle blue chip in proporzione alla capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano, passato dal 79,44% al 74,47%.

L'Analisi sui volumi ha evidenziato una crescita straordinaria dei controvalori scambiati per i titoli Mid e Small Cap, dai 5,6 milioni scambiati mediamente ogni settimana per titolo, si è passati ai quasi 20 milioni per tutto il corso del 2018. Anche i volumi di negoziazione per i titoli AIM e STAR sono incrementati notevolmente, soprattutto il primo anno di PIR, rispettivamente del +185,52% e del +78,63%. L'altra faccia della medaglia, però, dimostra che se da un lato i volumi sono aumentati, per i titoli FTSE MIB è accaduto esattamente l'opposto. Gli scambi medi settimanali per titolo sono diminuiti di circa il 15%, dimostrando che, forse, l'introduzione dei PIR ha creato un effetto di "cannibalizzazione" a svantaggio dei titoli blue chip.

L'Analisi sui bid-ask spread ha dimostrato che l'introduzione dei PIR ha diminuito il bid-ask spread medio giornaliero per i titoli non-FTSE MIB, mentre per quanto riguarda i titoli appartenenti al listino principale, dopo l'incremento del differenziale durante il 2017, essi hanno visto migliorare la propria liquidità di quasi quattordici punti percentuali. La riduzione del bid-ask spread è considerato un fenomeno indotto dall'aumento della capitalizzazione di mercato e dall'aumento dei volumi scambiati.

Per quanto riguarda il tema della raccolta sul mercato primario, il dato si conferma ottimo per l'anno 2018, circa 1,32 miliardi di euro raccolti che si vanno ad aggiungere ai 1,26 miliardi del 2017; entrambi i valori registrati nel biennio sono oltre sei volte il livello di raccolta annuale complessivo prima dell'avvento dei PIR. Tuttavia, è importante sottolineare che dei 2,58 miliardi di raccolta, 2,25 miliardi, un valore pari all'87% del totale complessivo, sono confluiti verso le SPAC, mentre solamente 330 milioni circa sono stati girati verso le nuove aziende in cerca di capitale. La raccolta media delle IPO nel 2018 è stata di circa 8 milioni di euro per le aziende, mentre per le SPAC è stata di 166,8 milioni di euro. Il numero di nuove quotazioni nel primo biennio PIR, fra aziende e SPAC, è di 49 unità e se rapportato con la media degli ultimi anni assume un importante significato. Un altro importante indicatore che mette in relazione la maggiore numerosità di quotazioni con l'introduzione dei PIR è l'aumento delle imprese iscritte al programma "Elite" di Borsa Italiana. Basti pensare che a fine 2016, il programma contava

290 imprese e nel novembre 2018 ha raggiunto le mille iscrizioni. In conclusione, è possibile affermare che i piani di risparmio hanno impattato positivamente e significativamente sul numero di nuove IPO; molte PMI si sono avvicinate alla borsa quotandosi, rispetto agli anni passati e il trend positivo sembra continuare a crescere.

3.3. Previsioni future

Infine, è possibile offrire una previsione dell'effetto PIR nel lungo periodo, descrivendo l'impatto di tali strumenti sui mercati di appartenenza.

I "parenti" più stretti dei piani di risparmio italiani sono, in ordine cronologico:

- i francesi PEA, "*Plan d'Epargne Action*", introdotti nel 1992, con capitalizzazione complessiva, ad oggi, di 90 miliardi di euro (dati Intermonte Sim);
- gli inglesi ISA, "*Individual Savings Account*", introdotti nel 1999, ad oggi capitalizzati per circa 588 miliardi di euro (dati Banca Mediolanum);

Sia i PEA francesi che gli ISA inglesi hanno apportato un ingente somma di risparmi verso il mercato borsistico. Se nel lungo periodo, i nostri PIR apportassero lo stesso flusso di risorse, il mercato finanziario italiano potrebbe riuscire a colmare una buona parte di quel gap, in termini di capitalizzazione complessiva e numerosità di società quotate, con la Borsa di Parigi e con la Borsa di Londra, già citata precedentemente. A differenza dei piani di risparmio, però, gli ISA e i PEA, garantiscono una maggiore diversificazione geografica, che "forse" li rende maggiormente appetibili per l'investitore retail, soprattutto i primi che difettano di vincoli di composizione.

Oltretutto, l'obiettivo sottostante è differente: lo scopo dei PIR è quello di sostegno al tessuto produttivo italiano, spostando la ricchezza privata dei cittadini italiani verso le imprese nostrane, a loro volta gli ISA e i PEA hanno un obiettivo maggiormente finalizzato alla previdenza dei propri cittadini, garantendo un'esenzione fiscale rivolta ad aumentare i risparmi privati e non il finanziamento delle società locali.

Per capire, se i PIR riusciranno a raggiungere i nobili obiettivi prefissati dal legislatore, non ci resta che attendere ancora qualche anno.