

PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

Paper di analisi degli strumenti finanziari

Deloitte.



Nctm

JEME
BOCCONI
STUDENTI

Indice

Executive summary

1. Analisi dello Strumento e contesto normativo

- 1.1. Cosa è un Pir
- 1.2. Nascita degli strumenti Pir
- 1.3. Esperienze simili in Italia
- 1.4. Esperienze simili all'estero
- 1.5. Individuazione delle unicità del prodotto e confronto con i minibond
- 1.6. Vantaggi e punti di forza
- 1.7. Criticità e punti di debolezza
- 1.8. Analisi del contesto normativo dei Pir
- 1.9. Analisi degli strumenti finanziari presenti in Italia

2. Il mercato dell'Investment Management e i prodotti Pir

- 2.1. Evoluzione dell'Investment Management
- 2.2. Analisi del profilo dell'investitore Pir
- 2.3. Analisi della percezione dei risparmiatori italiani
- 2.4. Quantificazione della domanda
- 2.5. Quantificazione dell'offerta
- 2.6. Analisi dei trend di crescita dell'offerta
- 2.7. Analisi descrittiva dei principali fondi attuali
- 2.8. Analisi delle caratteristiche dei fondi
- 2.9. Differenziazione tra gestione attiva e passiva

3. Analisi Statistica

- 3.1. Premessa
- 3.2. L'indice FTSE Italia Pir PMI All
- 3.3. Scopo dell'analisi
- 3.4. Metodologia test della differenza delle medie
- 3.5. Risultati test sulla media
- 3.6. Mediana e standard deviation
- 3.7. Event study: metodologia
- 3.8. Risultati event study
- 3.9. Conclusioni
- 3.10. Analisi statistica sui prezzi

4. Impatto dei Pir sulle Pmi italiane

- 4.1. Analisi del mercato italiano delle Pmi
- 4.2. Requisiti di quotazione per le Pmi
- 4.3. Pmi d'interesse per i Pir
- 4.4. Analisi della percezione delle Pmi
- 4.5. Analisi delle IPO
- 4.6. Alternativa ai Pir: Basket bond
- 4.7. Analisi dell'effetto indotto
- 4.8. Rischio Bolla
- 4.9. Strumenti emessi da società immobiliari
- 4.10 I Conti Individuali di Risparmio (Cir)

Executive Summary

Executive Summary

All'interno del programma di "Finanza per la crescita", avviato dal Governo Italiano nel 2014, sono stati inseriti, nel corso del 2017, i piani individuali di risparmio (Pir). Questi rappresentano una delle diverse misure proposte al fine di facilitare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali, incentivare gli investimenti, sfruttare la forte propensione al risparmio degli italiani e agevolare la crescita del sistema produttivo.

I Pir costituiscono una nuova forma di investimento, fiscalmente incentivato, prevista dalla Legge di Bilancio 2017, che si contestualizza in un mercato italiano del credito e del capitale caratterizzato da un preponderante ricorso al debito - pari al 90% delle risorse finanziarie a disposizione delle imprese. L'attuale panorama imprenditoriale italiano è inoltre costituito per il 99% da Pmi, di cui solo 225 su 140.362 sono quotate in Borsa. Purtroppo, la ridotta dimensione delle stesse e la conseguente difficoltà nel valutare le relative performance attese, rende queste imprese poco attrattive per un investitore retail, limitando di fatto l'accesso delle Pmi al capitale di rischio, unica fonte di finanziamento in grado di favorire la crescita nel medio-lungo termine. A ciò si aggiunga la considerazione che l'Italia è caratterizzata da un tasso di propensione al risparmio - pari al 7,5% nel 2017, sebbene in calo dell'1,5% rispetto all'anno precedente - che cattura una percentuale importante del reddito delle famiglie. Tali distorsioni del mercato dei capitali hanno fatto sì che lo Stato italiano dovesse intervenire, definendo uno strumento di politica economica che non risponda a logiche speculative, ma alla necessità di garantire alle imprese italiane flussi di capitali più stabili in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Obiettivo dei piani individuali di risparmio non è,

dunque, solo quello di favorire il reperimento di risorse da parte delle aziende, ma anche di sostenerle in un percorso ideale di sviluppo, che va dalla fase embrionale di start-up fino alla fase di quotazione: punto di arrivo, ma soprattutto, trampolino per una successiva crescita sostenibile.

Dal lato della domanda, ad oggi l'iniziativa dei Pir è stata positivamente accolta dal mercato, riportando risultati molto incoraggianti.

Il prodotto fa confluire il risparmio dei privati in investimenti finanziari esclusivamente attraverso intermediari professionali. Inoltre, la composizione definita dal legislatore prevede la combinazione nel piano di titoli caratterizzati da diversi profili di rischio e rendimento, al fine di garantire una valida diversificazione complessiva. Tale aspetto risulta rilevante dato l'accesso a tale tipologia di investimento da parte di clientela retail e considerato che una parte non marginale del portafoglio dovrà essere investita in strumenti emessi da PMI.

Dopo pochi mesi dall'introduzione sono stati lanciati sul mercato 70 prodotti, con forti aspettative di crescita futura. Si registrano, da gennaio 2017 a fine giugno 2018, poco meno di 19 miliardi di euro di masse in gestione e una raccolta di 14,4 miliardi. Nei primi 18 mesi di vita, i numeri dei Piani Individuali di Risparmio superano di gran lunga anche le più rosee aspettative. D'altronde, solo nel primo trimestre del 2017, Assogestioni registra una raccolta pari a 1,1 miliardi di euro, molto vicina all'obiettivo del governo per l'intero anno - pari a 1,8 miliardi di euro. Il terzo trimestre dell'anno termina con un bilancio totale di 7,54 miliardi di euro raccolti solo nei primi 9 mesi del 2017. L'analisi statistica circa l'impatto dei Pir a pochi mesi dalla loro entrata in vigore, evidenzia risultati significativi riguardo i volumi di scambio, rappresentati dagli indici dei mercati di Borsa

d'interesse per i Pir (Aim +338%, SMALL CAP +40%, MID CAP +35%). Inoltre, gli analisti confermano il trend positivo anche per gli anni prossimi; si stima una raccolta netta intorno ai 67,9 miliardi per i primi cinque anni - contro la previsione iniziale di 16 miliardi, quasi ormai superata con più 14 miliardi raccolti solo nel primo anno e mezzo di vita. Dai primi risultati emerge, dunque, un'industria del risparmio assai reattiva e, allo stesso modo, un incoraggiante incremento del numero di investitori domestici sul mercato italiano.

Analisi dello
Strumento e
contesto normativo

1.1 Cosa è un Pir

Con Piano Individuale di Risparmio (Pir) si intende una tipologia di investimento, fiscalmente incentivato, introdotto con la Legge di Bilancio 2017. La normativa prevede l'esenzione dall'imposta fiscale sul capital gain al privato cittadino residente in Italia, soddisfatte specifiche condizioni.

Un piano Pir *compliant* deve necessariamente essere costituito per almeno il 70% da investimenti in aziende italiane o stabilmente organizzate in Italia e, per almeno il 30% di tale quota, da investimenti su Pmi non incluse nell'indice FTSE MIB, per un totale del 21% di investimenti qualificati.

I Pir possono essere rappresentati come un contenitore (fondo comune, gestione patrimoniale o semplicemente un deposito di titoli) del risparmio individuale, investito nell'economia reale. I Pir si presentano come un'evoluzione del risparmio gestito e la legge che li disciplina (L. 11 dicembre 2016, n.232) prevede che si possano costituire avvalendosi di enti residenti e abilitati, ovvero, se non residenti, operanti in Italia tramite stabile organizzazione.

Quanto al titolare del piano, la legge richiede che sia residente in Italia e che presenti, al momento della sottoscrizione del piano, un'autocertificazione in cui è attestata la non contestuale titolarità di un altro piano.

I vantaggi fiscali offerti dalla detenzione di Pir sono:

- l'esenzione dal regime fiscale previsto in via ordinaria per i redditi di natura finanziaria;
- l'esenzione dall'imposta indiretta di successione.

La disciplina, con le relative agevolazioni, è applicabile esclusivamente ai piani che rispettano i vincoli di legge e che possano quindi definirsi *compliant*.

Per essere tale, è necessario che soddisfi i seguenti requisiti:

- limite all'entità dell'investimento: non possono essere destinate nel piano somme di importo superiore a 30.000€ per anno, e a 150.000€ nell'intero quinquennio;
- limite di concentrazione: non si può investire più del 10% in strumenti finanziari di uno stesso emittente, o di altri che siano parte dello stesso gruppo societario, al fine di differenziare la composizione dell'investimento;
- limite di composizione: in ogni anno solare, per almeno i due terzi dello stesso, una quota dell'investimento pari a non meno del 70% del totale deve essere destinata a strumenti finanziari "qualificati", anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione. Di questo 70%, almeno il 30% deve essere destinato a strumenti finanziari di imprese non inserite nel FTSE MIB o in altri indici equivalenti di mercati regolamentati esteri. Si consideri che è possibile investire anche in modo indiretto nelle medesime imprese, attraverso OICR (Organismi d'Investimento Collettivo del Risparmio) che a loro volta impiegano il proprio attivo secondo i vincoli imposti dalla normativa (almeno il 70% dell'attivo negli strumenti suindicati), prendendo il nome di OICR Pir *Compliant*. Lo stesso vale per investimenti indiretti in Pmi per il tramite di piattaforme di *Peer-to-peer lending*;
- limite di radicamento nel territorio dello Stato: per essere qualificati gli strumenti finanziari devono essere emessi da aziende residenti in Italia, UE o SEE o con stabile organizzazione nel territorio dello Stato. Per la parte di investimento "libera", potranno invece formare oggetto d'investimento anche gli strumenti emessi da società residenti in stati "non white list"¹. Si noti che gli investimenti in società con sede nel Regno Unito, a partire dal 29 marzo 2017, a causa

¹ La "white list" comprende gli Stati e territori collaborativi, vi rientrano "quelli inclusi nella lista di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del TUIR, nonché quelli che prevedono un adeguato scambio di informazioni tramite una convenzione per evitare la doppia

imposizione sul reddito, uno specifico accordo internazionale o con cui trovano applicazione disposizioni comunitarie in materia di assistenza amministrativa."

dell'uscita dello stato dall'Unione Europea, non si possono più considerare qualificati;

- holding period: i singoli strumenti finanziari, secondo la clausola di *lock-in*, devono essere detenuti per un minimo di cinque anni solari, al fine di conservare l'esenzione fiscale. Il Pir, tuttavia, è uno strumento flessibile: la legge infatti non vincola il determinato investimento nella specifica impresa, bensì l'investimento nel mercato, nell'economia reale. L'investitore infatti conserva le agevolazioni fiscali se, *medio tempore*, disinveste e reinveste la somma entro 90 giorni. Ciò che invece fa decadere il beneficio dell'esenzione fiscale è il cosiddetto *investment switch* – cioè il passaggio da un Pir a un altro, magari anche presso un diverso intermediario. Sono inderogabili, e comportano quindi la decadenza dall'agevolazione fiscale, tutti i vincoli sopra esposti.

1.2 Nascita degli strumenti Pir

Durante la crisi finanziaria del 2008 anche il mercato finanziario italiano ha sofferto della contrazione della fiducia dei privati verso i fondi comuni d'investimento, seppur con effetti più modesti rispetto ad altri stati, maggiormente dipendenti dai fondi e dai titoli

nell'allocazione del risparmio privato gestito. Nei 12 mesi successivi alla crisi, ben 110 miliardi di euro delle famiglie italiane sono stati investiti in strumenti finanziari emessi dalle banche, reinvestendo ciò che è stato liquidato da fondi comuni, assicurazioni e strumenti azionari emessi da imprese. Nel senso opposto, l'aumento degli interessi richiesti per l'emissione di finanziamenti e le maggiori garanzie pretese dalle banche hanno scoraggiato il ricorso al debito da parte delle imprese. La riduzione della leva finanziaria che ha interessato le imprese negli ultimi anni, ha portato gli investitori ad avere maggiore fiducia nel mercato, ampiamente favorita da specifici interventi di politica economica volti a far confluire il risparmio dei cittadini verso le imprese italiane.

Ciò è avvenuto anche attraverso l'introduzione di nuove misure legislative relative a Pir e minibond. Nel 2014 è stata avviata la fase di cambiamento della struttura finanziaria, con il decreto "Finanza per la Crescita", che è giunta alla definizione dei Piani Individuali di Risparmio. I Pir rappresentano l'ultimo provvedimento di un processo durato anni e finalizzato a creare uno strumento personalizzabile nella sua composizione in



base agli interessi dei sottoscrittori privati, favorendo lo sviluppo del mercato finanziario nazionale attraverso investimenti a lungo termine indirizzati alle Pmi, preponderanti e vertebrali nel panorama economico italiano.

1.3 Esperienze simili in Italia

Negli ultimi due anni, i Pir si sono aggiunti agli strumenti di finanziamento già a disposizione del privato per sostenere lo sviluppo delle Pmi. Il mercato offre attualmente diverse prospettive di impiego, sia come finanziamento tramite debito, sia come investimento in capitale di rischio. Tra le prime si possono considerare le numerose iniziative di finanziamenti *Peer-to-peer*, sistemi ancora in fase di crescita, costituiti da apposite piattaforme online che permettono l'incontro tra domanda e offerta di liquidità. Quanto alle forme di impiego sotto forma di capitale, la Legge di Bilancio 2017 (al comma 70) ha esteso alle Pmi la possibilità di accedere all'*equity crowdfunding*. Questo strumento consiste in un processo di investimento online da parte degli utenti interessati ad acquisire parte della proprietà dell'impresa partecipando alla sua crescita attraverso capitale di rischio. L'*equity crowdfunding* è stato regolato da varie normative che si sono stratificate negli ultimi anni per adattarsi allo sviluppo della realtà in parola.

Contestualmente all'evoluzione di questo sistema, nel 2012, il Decreto Sviluppo ha definito le modalità di emissione da parte delle Pmi di titoli obbligazionari, detti minibond, veicolati nel mercato mobiliare ExtraMOT Pro e acquistabili da investitori professionali e qualificati. Caratteristica fondamentale di questi strumenti è che l'investitore privato può investire in minibond solo in modo indiretto attraverso fondi pensione, assicurativi o comuni che prediligono gli stessi come tipologia di impiego.

Sempre nel 2012, oltre ad ExtraMOT PRO, Borsa Italiana ha inaugurato l'apertura di Aim Italia/MAC (di seguito anche "Aim"), mercato

azionario esclusivamente dedicato alle mid-small cap. Su questo segmento, oltre ad investitori istituzionali e fondi di private equity, si affacciano anche gli investitori privati. Stando agli ultimi dati del 2018, le aziende quotate all'Aim Italia risultano essere 113. Tuttavia, nonostante la recente diffusione di queste innovazioni nelle possibilità di accesso alle risorse finanziarie da parte delle Pmi, in Italia il *private investment* continua a ricoprire un'importante quota del monte dei finanziamenti erogati da privati, sia per quanto riguarda il debito, che il capitale. All'interno della stessa categoria possono essere raggruppate varie fonti di finanziamento: finanziamenti da persone (fisiche e giuridiche) che decidono di investire su determinate Pmi per interesse personale; finanziamenti governativi e di enti; sistemi di *network* istituzionalizzati che facilitano il *matching* tra domanda e offerta di fondi, rendendo così il privato un *angel investor*, a prescindere dall'ampiezza del finanziamento posto a disposizione dell'operazione.

I trend riguardanti queste forme di finanziamento alternative evidenziano dei miglioramenti: nel 2011 il debito bancario ricopriva il 78% del debito totale delle Pmi, già nel 2014 la percentuale scendeva al 66%. È tuttavia necessario sottolineare che queste tipologie di investimento, alternative al credito bancario, rappresentano in Italia forme di finanziamento ancora di secondo piano.

1.4 Esperienze simili all'estero

L'Italia non è stata il primo paese ad aver introdotto uno strumento finanziario classificabile come piano di risparmio individuale al quale sono correlate agevolazioni fiscali. Infatti si possono individuare strumenti molto simili in Inghilterra (ISA), in Francia (PEA, successivamente anche PEA-PME) e negli Stati Uniti (401K).

Tra quelle europee, la prima esperienza è stata quella britannica: i piani “ISA - Individual Saving Account” sono stati introdotti nel 1999. Come nel caso italiano, l’esenzione dall’imposta sui redditi finanziari è la caratteristica dominante dell’incentivo statale all’investimento. Per poter sottoscrivere questa tipologia di piani di risparmio, è necessario essere residenti nel Regno Unito o alternativamente essere una persona al servizio della Corona inglese anche se non stabilmente domiciliata nel territorio nazionale. Al momento dell’investimento annuale è possibile distribuire lo stesso tra le varie tipologie di ISAs, sempre a nome dello stesso sottoscrittore, oppure impiegarlo interamente su una delle stesse, purché si rispetti il limite di £20.000² per il totale impiegato.

Possono essere individuate 4 tipologie di ISAs:

- Cash ISAs: gli investimenti sono impiegati in strumenti finanziari emessi dallo Stato, in conti correnti presso banche o istituti di credito immobiliare;
- Stocks and shares ISAs: gli investimenti sono impiegati per l’acquisto di quote di fondi d’investimento, obbligazioni delle imprese e strumenti finanziari statali;
- Innovative finance ISAs: gli investimenti sono impiegati in crediti Peer-to-peer e crediti alle imprese tramite crowdfunding;
- Lifetime ISAs: i depositi sono investiti sia negli strumenti dei Cash che in quelli degli Stocks and shares.

La forma più diffusa di ISA, definita “Adult” per via della maggiore età del titolare, ha raggiunto i 69,5 miliardi di sterline.

L’esperienza francese è, invece, più recente e certamente più vicina a quella italiana per via della maggiore affinità tra i due mercati finanziari. Infatti, nel 1992 venivano introdotti, con un discreto successo, i PEA (Plan d’Epargne en Actions), cioè piani di risparmio agevolati fiscalmente che permettevano l’investimento su qualsiasi tipologia di impresa avente sede in Europa. Ma è solo nel 2014 che sono nati i PEA-PME (PEA - *Petites et Moyennes Entreprises*), strumenti finanziari molto simili ai Pir.

Questi ultimi sono indirizzati, come nel caso italiano, alle piccole e medie imprese e prevedono le medesime agevolazioni fiscali. L’investimento massimo è limitato a 150.000€ (per l’intero quinquennio) con un *holding period* di 5 anni. In capo alla stessa persona fisica sottoscrittrice del piano è possibile allocare fino ad un massimo di un PEA e un PEA-PME contemporaneamente.

I dati più recenti hanno deluso le aspettative con riguardo al flusso di capitali; hanno raccolto 1,3 miliardi alla fine del secondo trimestre del 2018, contro i 91,6 miliardi dei PEA classici, sebbene si debba registrare un calo di questi ultimi rispetto al 2017 (92,8 miliardi). I francesi dimostrano dunque una propensione verso l’investimento in imprese quotate.

I PEA-PME francesi presentano, tuttavia, alcune differenze strutturali rispetto ai Pir italiani:

- la ratio dello strumento francese si muove nella direzione dell’aumento delle possibilità d’investimento per il privato, a differenza di quello italiano, mirato in particolar modo ad

	PIR <i>Piani individuali di risparmio</i>	PEA-PME <i>Plan d’épargne en action - Petites et Moyennes Entreprises</i>	ISA <i>Individual saving account</i>
Paese	Italia	Francia	Regno Unito
Anno di lancio	2017	2014	1999
Investimento massimo annuo	€30.000	no	£20.000
Investimento massimo	€150.000	€150.000	no
Durata minima	5 anni	5 anni	no

² In precedenza il limite era di £15.240, portato a £20.000 solo nel biennio 2017/2018.

aumentare le possibilità di credito da parte delle imprese domestiche;

- gli investimenti in PEA esplicano si riflettono su scala europea, mentre i Pir sono mirati al solo territorio nazionale.

1.5 Individuazione delle unicità del prodotto e confronto con i minibond

Assumendo esclusivamente il punto di vista dell'investitore privato, che si trova a dover prendere decisioni circa l'impiego dei propri risparmi, i Pir svettano rispetto agli altri strumenti presenti sul mercato, per una serie di aspetti innovativi. In particolare, la caratteristica distintiva del prodotto si sostanzia nel suo essere veicolo di investimento che permette al risparmiatore privato italiano di investire nelle piccole-medie imprese del proprio Paese, che hanno sempre avuto difficoltà ad emanciparsi dal canale di credito bancario.

I Pir si pongono, dunque, in un'ottica di complementarità rispetto ai fondi di previdenza integrativa su base collettiva e a quelli su base individuale, assolvendo contemporaneamente il compito previdenziale e quello di gestione della liquidità attraverso l'investimento in Pmi.

Inoltre, un grande vantaggio, che distingue i Pir dagli altri strumenti di investimento dedicati alle Pmi, consiste nella possibilità di comporre un portafoglio diversificato, costituito sia da azioni di società molto diverse - per capitalizzazione, settore e grado di rischio - che da investimenti obbligazionari, con la finalità di ridurre il rischio per l'investitore e proporsi come soluzione appetibile per risparmiatori con diversi gradi di propensione al rischio.

Seguono, nel dettaglio, le motivazioni per via delle quali il *private investment*, il *crowdfunding*, il *Peer-to-peer lending* e l'investimento in minibond non consentono una tale diversificazione del rischio.

In primis, l'investitore privato che volesse replicare un portafoglio Pir *compliant*,

incorrerebbe in un'operazione estremamente complicata oltre che dispendiosa, non sfruttando dunque tutti i vantaggi dell'affidarsi ad un gestore professionista, come di fatto avviene per i Pir.

Attraverso il *crowdfunding*, invece, il risparmiatore investe su una singola società, senza quindi possibilità di diversificazione, ed esclusivamente mediante *l'equity investment*.

Anche il *Peer-to-peer lending* è caratterizzato da un elevato rischio di credito per l'investitore, essendo l'investimento diretto, proprio come nel *crowdfunding*. Un'ulteriore differenza rispetto ai Pir, consiste nella possibilità di investire esclusivamente in titoli obbligazionari. Inoltre, il *Peer-to-peer* nasce come strumento di prestito tra privati, e nonostante sia stata inserita la possibilità di finanziamento alle aziende di piccole dimensioni non quotate, di fatto questo mercato non ha avuto successo, probabilmente a causa del rischio implicito molto alto e dei costi elevati.

Infine, il *minibond* consiste nell'emissione di un'obbligazione da parte di società medio-piccole non quotate e, anche in questo caso, trattandosi di investimento in un singolo titolo, la diversificazione deve essere creata autonomamente dall'investitore che abbia l'intenzione di abbassare il livello di rischio. La differenza sostanziale tra questo strumento e i Pir riguarda le previsioni legislative sul profilo del soggetto sottoscrittore: stante l'intenzione di sostenere finanziariamente le Pmi, nel caso dei Pir questo viene fatto dai singoli risparmiatori persone fisiche; mentre nel caso dei minibond, viene fatto da investitori professionali, quindi persone giuridiche. In particolare, i minibond delle S.p.A. possono essere sottoscritti da investitori professionali, di diritto o su richiesta; mentre i minibond delle S.r.l. possono essere sottoscritti solamente da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale (es. assicurazioni, banche, SIM, SGR). Di fatto con i minibond il

canale di finanziamento per le PMI si ampliava passando dalle banche ad altri grandi investitori; invece con i Pir avviene un cambiamento radicale, in quanto gli investitori diventano i privati cittadini. Minibond e Pir continuano comunque a condividere un tratto fondamentale: l'agevolazione fiscale, seppur condizionata al rispetto di determinati requisiti. Tuttavia, a differenza dei Pir, per i minibond non è richiesto un lock-in di 5 anni al fine di usufruire delle agevolazioni fiscali previste.

1.6 Vantaggi e punti di forza

I Pir presentano vantaggi e punti di forza diversi in base ai vari aspetti analizzati e alla visione adottata.

In primo luogo si evidenzia che, per il tramite della clausola che subordina l'esenzione fiscale alla detenzione continuativa per 5 anni, si è voluto configurare uno strumento di investimento con orizzonte temporale medio-lungo. Inoltre, questa prospettiva di lungo termine è rafforzata dal fatto che i Pir, non prevedendo il pagamento di un'imposta di successione, favoriscono la trasmissibilità *mortis causa* dell'investimento.

Si differenziano, però, da Piani d'Accumulo e Fondi Pensione per la minor flessibilità nella linea di investimento associabile al piano. Questa maggior "rigidità" voluta dal legislatore da una parte rispecchia la finalità dello strumento, ovvero indirizzare alle Pmi capitali "pazienti", cioè in grado di sopportare il rischio d'impresa per un periodo medio-lungo; dall'altra parte riflette la natura del titolare del piano; lo strumento infatti è stato pensato per investitori *retail* e non professionali, che non sono in grado quindi di diversificare autonomamente il portafoglio.

La finalità dei Pir connessa con l'impatto sull'economia reale italiana, ha stimolato l'interesse di molti risparmiatori che hanno voluto investire già nei primi mesi dalla loro introduzione, costringendo prima il Ministero

dell'Economia, e poi gli analisti, a rivedere al rialzo sin da subito le stime sulla raccolta. Il patrimonio complessivo dei Pir a fine 2018 potrebbe superare i 22 miliardi di euro (22,3 miliardi per l'esattezza) contro i 15,7 miliardi del 2017. In un simile contesto ci si aspetta un imminente aumento dei prezzi dei titoli, come verrà analizzato in seguito. Questo successo nella raccolta ha permesso di canalizzare verso le Pmi italiane un ammontare ingente e inatteso di risorse economiche, che permetterà indubbiamente a queste ultime di effettuare investimenti altrimenti difficilmente realizzabili.

Tuttavia, il beneficio per l'intero sistema è decisamente più ampio: grazie a questi strumenti, l'economia reale italiana può diventare sempre meno dipendente dal canale bancario per quanto concerne la raccolta di finanziamenti, e, dunque, allinearsi agli altri sistemi europei in questo senso. A questa considerazione, vanno aggiunte le ottimistiche previsioni in merito alla potenziale spinta che i Pir potranno dare alla quotazione delle piccole e medie imprese italiane, le quali, una volta superate le resistenze mentali degli imprenditori stessi, potrebbero ottenere una maggiore visibilità, anche per quanto riguarda potenziali acquirenti.

1.7 Criticità e punti di debolezza

Il risparmiatore che vuole perseguire una strategia di investimento a lungo termine deve tenere presente alcuni fattori di rischio dei Pir. Tralasciando il rischio fiscale, che verrà dettagliatamente discusso nel paragrafo successivo, occorre tenere presente che la distribuzione tra le varie *asset class* potrebbe non risultare equilibrata per via della struttura di questi strumenti, che prevede un vincolo di detenzione quinquennale e una parte di investimento in imprese inserite in un panorama molto complesso e volatile. Entrambe queste caratteristiche potrebbero innalzare eccessivamente il livello di rischio.

A questo si aggiunge il “rischio Paese”, in quanto gli strumenti devono essere emessi da imprese italiane. Si consideri, infatti, che dal 2000 al 2016 il rendimento reale medio annuo delle azioni italiane è stato pari al -2,0%, contro l’1,9% di un paniere diversificato di azioni mondiali; dal 1900 al 2016 il rendimento medio annuo è stato del 2,0% per le azioni italiane e del 5,1% per le “azioni mondo”.

Un altro aspetto da considerare nell’ambito dell’analisi dei rischi è quello ricollegabile alla qualità e affidabilità dei titoli oggetto di investimento, e, nello specifico, alla difficoltà nel reperire studi aggiornati sull’andamento delle piccole e medie imprese, che sono oggetto di una parte dell’investimento dei fondi Pir. La novità dello strumento, inoltre, comporta una certa difficoltà nella comparazione, e conseguente scelta, tra i vari gestori a cui affidarsi, soprattutto per quanto riguarda la notevole variabilità delle commissioni da essi applicate. Il rischio, in questo caso, risiede soprattutto nel vedersi applicate elevate commissioni di performance, di gestione e di sottoscrizione, con la possibilità di mitigare sensibilmente il beneficio fiscale.

Tale rischio potrebbe venir meno con l’aumento della concorrenza; le varie commissioni diventerebbero importanti leve competitive nelle mani di ogni asset manager, e tenderebbero quindi al ribasso.

1.8 Analisi del contesto normativo dei Pir

I Piani individuali di risparmio sono disciplinati dalla legge 232/2016, in particolare dal comma 101 al 114. All’interno di questa norma viene specificata innanzitutto, come accennato, la forma contrattuale che il piano deve avere: può essere costituito esclusivamente mediante stipula di un contratto di assicurazione o capitalizzazione, attraverso apertura di un rapporto di custodia o amministrazione, di gestione di portafogli, o altro stabile rapporto

con esercizio dell’opzione per l’applicazione del regime di risparmio amministrato.

Per quanto riguarda il titolare del Pir, la normativa in vigore specifica che l’esenzione fiscale spetta solo alle persone fisiche che sottoscrivono il piano; tuttavia non è possibile affermare che le persone giuridiche non possano sottoscrivere lo strumento in esame, ma al massimo che, qualora lo facciano, non beneficranno dello sgravio fiscale. Tale esenzione fiscale è applicabile, qualora vengano rispettati tutti i vincoli previsti, ai redditi da capitale e ai redditi diversi di natura finanziaria derivanti da titoli appartenenti ai Pir, con esclusione delle partecipazioni qualificate e di altri titoli che concorrono a formare il reddito complessivo dell’investitore.

La normativa introduce, per evitare speculazioni, tassazioni specifiche in caso di cessione dei titoli immessi nel piano o di chiusura dello stesso prima della scadenza dei cinque anni oppure in caso vengano violati i limiti sulla concentrazione e sulla composizione; in particolare, gli investitori pagheranno le imposte sui redditi realizzati e sulle plusvalenze percepite, maggiorate dagli interessi, ma senza nessuna sanzione. Ogni persona fisica può essere titolare di un solo Pir e la titolarità non può essere frazionata tra più persone; inoltre, non essendo previsto un limite minimo di età per sottoscrivere un piano, si ritiene che anche un minore possa essere titolare di un Pir, a patto che disponga della capacità di agire.

Quanto al regime fiscale in sede di conferimento il legislatore prevede che, in presenza di titoli detenuti in precedenza dall’investitore e successivamente inseriti in un Pir, il trasferimento è considerato cessione a titolo oneroso, e dunque l’intermediario finanziario residente sarà tenuto a tassare, per mezzo di un’imposta sostitutiva del 26%, le plusvalenze derivanti dal conferimento di questi titoli nel piano. Nel caso questi generino delle minusvalenze, l’intermediario rilascerà

all'investitore una certificazione, al fine di consentirgli la futura deduzione della minusvalenza stessa. Qualora ci fosse il trasferimento di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria omogenea, si considererebbero ceduti per primi i titoli acquistati per primi, secondo il principio contabile FIFO (*"First In First Out"*).

Le minusvalenze, realizzate mediante cessione a titolo oneroso o rimborso degli strumenti finanziari nei quali è investito il piano, sono deducibili, nello stesso periodo d'imposta e nei successivi ma non oltre il quarto, dalle plusvalenze realizzate per mezzo del Pir. Una volta chiuso il piano, poi, le minusvalenze possono essere portate in deduzione, entro il quarto periodo d'imposta successivo a quello del realizzo, dalle plusvalenze realizzate su un altro rapporto, in cui viene sempre previsto l'esercizio dell'opzione, intestato allo stesso titolare del piano.

1.9 Analisi fiscale degli strumenti finanziari presenti in Italia

Risulta di certo interessante ai fini di un confronto l'analisi del regime ordinario di tassazione previsto per i redditi di natura finanziaria.

Con riguardo alla tassazione degli strumenti finanziari in Italia, è opportuno sottolineare come sia i redditi da capitale che i redditi diversi concorrano alla formazione della base imponibile per il pagamento dell'IRPEF, sebbene in modo e in misura differente. I redditi da capitale sono dividendi e interessi e sono soggetti a tassazione mediante meccanismi di ritenuta alla fonte o imposta sostitutiva, con aliquote più basse pari al 12,5% o al 26%, a seconda che derivino rispettivamente da titoli di stato *"white list"* o titoli di stato *"non white list"*, mutui, obbligazioni private e conti correnti.

Stando alle novità introdotte dalla Legge di Bilancio 2018, anche i dividendi da partecipazione qualificata in società residente

in uno stato *"white list"* sono soggetti a tassazione sostitutiva con aliquota del 26%; non rientrano più nella base imponibile IRPEF, per il 58,14% dell'importo. Lo stesso vale, ma non si tratta di una novità, per dividendi derivanti da partecipazione qualificata in società residente in uno stato *"white list"*. Continuano a rientrare al 100% nell'imponibile IRPEF le partecipazioni - qualificate e non - in società residenti in stati *"non-white list"*. I redditi diversi, dunque le plusvalenze da cessione, sono prevalentemente soggetti a tassazione sostitutiva, sempre con aliquote del 12,5% o del 26%, a seconda che derivino rispettivamente da cessione di titoli di stato *"white list"* o *"non white list"*, e, solo in poche eccezioni, viene applicata l'IRPEF.

Con l'approvazione della Legge di Bilancio 2018, rientrano nell'imponibile IRPEF per il 100% del loro ammontare solo le plusvalenze da cessione di partecipazione - qualificata e non - in società residente in paese *"non-white list"*. Non rileveranno più per l'imponibile IRPEF (neanche nella misura del 58,14%) le plusvalenze da cessione di partecipazioni qualificate in società residente in stato *"white list"*.

Sempre la Legge 205/2017 ha introdotto la possibilità di compensare le plusvalenze da cessione di partecipazioni qualificate con minusvalenze di partecipazioni non qualificate, e viceversa.

È interessante sottolineare che le disposizioni della Legge di Bilancio 2018 (che, in sintesi, fanno venire meno la differenza fiscale tra partecipazioni qualificate e non), sono applicabili ai redditi percepiti a partire dal 1 gennaio 2018. Generalmente il risparmiatore può scegliere tra il regime di tassazione del risparmio individuale, del risparmio amministrato e del risparmio individuale gestito; i tre regimi differiscono sul piano dell'anonimato, sul momento della tassazione e sulla compensazione di proventi positivi con differenziali negativi. Dovendosi il Pir costituire, per la maggior parte dei casi, presso

intermediari, è verosimile che l'investitore eserciti l'opzione del risparmio amministrato dunque, ipotizzando che il Pir sia gestito dagli intermediari con il regime del risparmio amministrato, la prima conseguenza è che i redditi a cui si deve applicare l'aliquota del 26%, verranno tassati al momento della realizzazione (e non alla maturazione). Inoltre, il regime amministrato garantisce l'anonimato, la possibilità di compensazione tra plusvalenze e minusvalenze conseguite presso lo stesso intermediario e l'eventuale riporto a nuovo, per non più di 4 anni, delle ipotetiche eccedenze negative. È opportuno sottolineare che i redditi non rientranti nel "comparto del 26%" non possono godere di questo regime, neanche quando l'opzione venga esercitata. Infine, occorre ricordare come sia esente da tutto ciò l'investitore che abbia detenuto i Pir in accordo con le disposizioni previste dalla legge.

Il mercato dell'Investment Management e i Pir

2.1 Evoluzione dell'Investment Management

Al fine di comprendere meglio come i Piani individuali di risparmio si contestualizzino nel settore dell'*Investment Management* italiano, è necessario ripercorrere le principali fasi storiche che hanno interessato l'*industry*.

Nel secondo dopoguerra, l'Italia ha visto un aumento del benessere, tramutatosi negli anni Settanta in una ricerca di nuovi orizzonti di investimento, a causa di un'inflazione rilevante che aveva portato ritorni negativi. Tutto ciò non ha però impattato sulla propensione al risparmio degli italiani e sull'avversione al rischio che si è mantenuta alta, complici fattori culturali e l'educazione finanziaria. Nel tempo gli italiani hanno sentito il bisogno di nuove forme di investimento, che garantissero un buon equilibrio tra rendimento atteso e rischio correlato; per questo nacquero, nel 1983, i fondi comuni di investimento.

Nel corso degli anni Novanta, si nota un ampliamento delle possibilità di investimento, determinato dall'arrivo sul mercato delle Società di Intermediazione Mobiliare, delle Società di Gestione del Risparmio e dei Fondi Pensione privati.

Negli anni Duemila c'è stato un consistente incremento della dimensione del mercato, soprattutto per quanto riguarda gli *Asset under Management*, che hanno visto aumentare la raccolta dagli 880 miliardi nel 2003 ai 1.131 miliardi nel 2007. Questa forte crescita dell'AuM è stata prevalentemente determinata dall'introduzione di due nuovi strumenti: i fondi speculativi che, attraverso tecniche di copertura finanziaria, mirano a ridurre la perdita di portafoglio e produrre rendite costanti nel tempo, e gli Exchange-Traded Funds (ETF); questi ultimi riassumono le caratteristiche proprie di un fondo, in termini di diversificazione e riduzione del rischio, e di un'azione; infatti, essendo negoziati in Borsa, consentono flessibilità e trasparenza informativa nella negoziazione in tempo reale, tipiche delle azioni.

Nel 2008, la crisi ha causato un'inversione di tendenza: i continui deflussi di denaro e la perdita di valore dei fondi detenuti, hanno portato a una consistente contrazione del mercato: solo nel 2008 sono stati disinvestiti circa 200 miliardi di euro.

Gli AuM sono crollati a 841 miliardi di euro, mettendo in discussione la capacità di tenuta del sistema finanziario in termini di regolamentazione. Questo periodo è stato dunque caratterizzato dall'introduzione di disposizioni normative volte a rafforzare la trasparenza del mercato finanziario e prevenire una crisi simile in futuro. È stata rivista l'autodisciplina di cui godevano agenzie di *rating*, fondi speculativi e mercati *over the counter*. Inoltre sono stati dettati standard vincolanti in termini di governance delle imprese, soprattutto per quanto riguarda le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi.

Al giorno d'oggi, gli *investment manager* sono sempre più spinti a offrire soluzioni con un approccio internazionale, favorendo investimenti esteri o comunque lontani dalla realtà delle Pmi italiane. Infatti nel contesto italiano di elevata volatilità, connessa al rischio paese e non bilanciata da adeguati sgravi fiscali, non era disponibile uno strumento di investimento che incentivasse tanto il risparmiatore a contribuire al finanziamento alle Pmi nazionali, quanto i gestori a destinarvi gli investimenti.

Al giorno d'oggi l'industria dell'*Investment Management* è coinvolta in un'importante fase di cambiamento, dovuta a fattori demografici, sviluppi tecnologici, modifiche ambientali ed evoluzione dei valori sociali e comportamentali. La combinazione di questi trend causerà influenze reciproche tra domanda e offerta, in grado di determinare rilevanti cambiamenti.

Per quanto concerne la domanda, muterà il target disponibile e interessato; infatti il

cambiamento generazionale porterà ad una crescente richiesta di immediatezza, trasparenza e personalizzazione che i servizi di investimento dovranno soddisfare. Inoltre, il progressivo invecchiamento della popolazione, insieme a ridotti tassi di risparmio ed elevati livelli di debito pubblico, causerà un incremento degli oneri pensionistici che saranno sempre più a carico degli individui, i quali, di conseguenza, dimostreranno un crescente interesse per gli strumenti finanziari adatti a soddisfare tale esigenza. Infine, l'aumento della classe media nei Paesi in via di sviluppo contribuirà alla crescita della domanda per le soluzioni di risparmio. Si tratta, come detto, di fattori che impattano sia sulla domanda che sull'offerta e che ne determinano una reciproca influenza.

Con riguardo all'offerta, l'evoluzione sarà più significativa. Innanzitutto, una sempre più serrata competizione forzerà all'innovazione il settore, che sarà focalizzato nella costruzione di una *brand identity* più forte, ma anche meno elitaria; ci sarà inoltre un uso ancora più massiccio di infrastrutture IT e dati, permettendo così soluzioni personalizzabili dal cliente secondo le specifiche esigenze.

La crescita della popolazione mondiale, con un picco previsto nel 2100 con 9 miliardi di abitanti, e il progressivo invecchiamento della stessa, segneranno significativamente l'industria dell'IM. In particolare, si vedranno protagonisti gli investimenti sotto forma di schemi pensionistici, i quali permetteranno un adeguato stile di vita ai pensionati, il cui numero ed età media vedranno un continuo aumento.

Contestualmente, nuove forme di investimenti serviranno alle famiglie, che dovranno sostenere i figli per un periodo in costante crescita. Inoltre, il progressivo aumento della classe media, che si stima raggiungerà i 3 miliardi su 8 miliardi di abitanti nel 2030 con una crescita del 23% rispetto a oggi, cambierà le dinamiche di produzione e consumo dell'economia globale, impattando

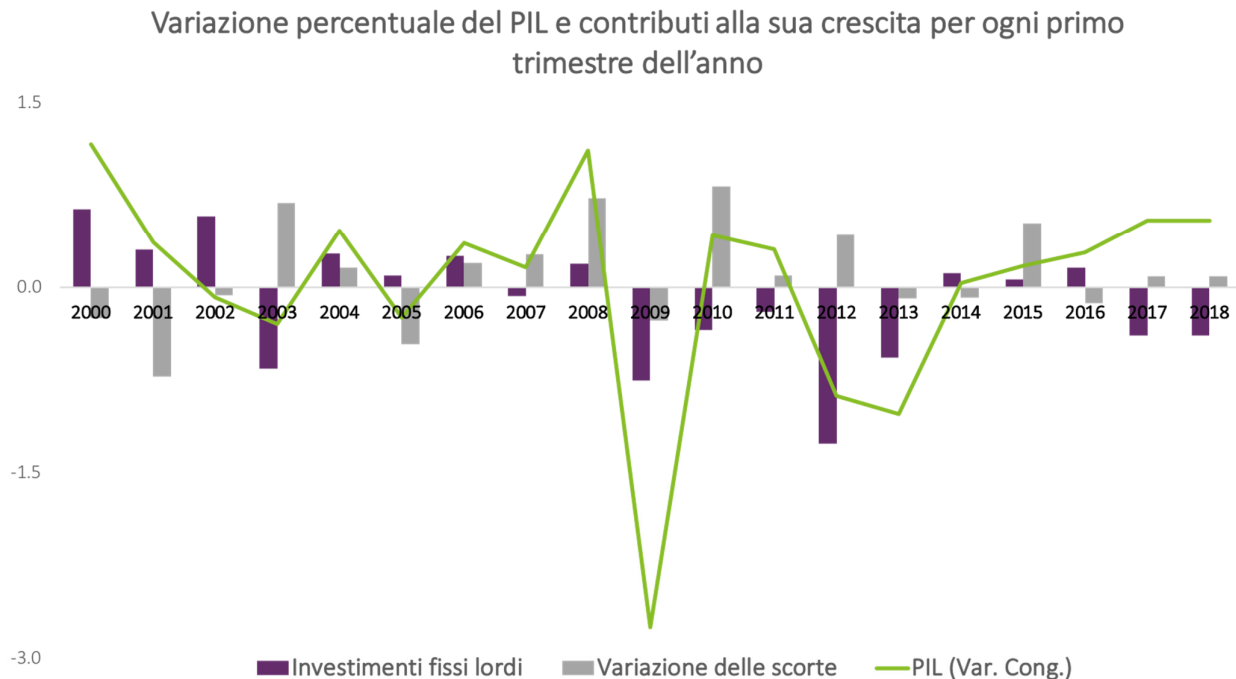
positivamente anche sulle risorse destinate al risparmio.

I cambiamenti tecnologici avverranno a un ritmo sempre più veloce. Il gap di aspettative tra i bisogni dei clienti e la lentezza dei gestori nell'investire in tecnologia potrà creare opportunità per nuovi concorrenti che intendono entrare nel settore, quali società tecnologiche o social media, perché in grado di combinare innovazione e conoscenza del cliente, per mezzo dei big data, attraverso alleanze bancarie. Ci saranno poi vere e proprie rivoluzioni dell'IM.

La *Blockchain*, ad esempio, basandosi su un distribuito libro mastro digitale che automaticamente convalida, autorizza e registra le transazioni in un ambiente sicuro e trasparente, rappresenterà una minaccia ed un'opportunità unica per il settore in esame. Permetterà, infatti, di sostituire l'attuale sistema di registrazione centralizzato in modo da ridurre i costi, fornire informazioni in modo accurato e tempestivo e migliorare la precisione nelle segnalazioni. Questa tecnologia, inoltre, consentirà lo sviluppo di nuovi prodotti di investimento, come nuovi fondi negoziabili e digitalizzati, e ridurrà l'incertezza legata ai rischi di liquidità della controparte.

In secondo luogo avrà un ruolo importante l'*Artificial Intelligence*: con AI si intendono diverse tipologie di software che potranno essere utilizzate per automatizzare alcuni processi finanziari, per consentire agli *investment manager* di essere più connessi e per offrire alla clientela soluzioni di investimento *user-friendly*.

Rilevante poi il ruolo dei *Robo-advisory*, che fornendo investimenti mirati ai diversi segmenti di clientela con inferiori *fee*, consentirà alle imprese dell'industria di snellire le operazioni più dispendiose e meccaniche, di espandersi verso nuovi mercati, di migliorare le economie di scala e di automatizzare i propri



processi. Tutti questi trend modificheranno, in maniera consistente, l'*investment management* in soli vent'anni, ridisegnando il ruolo del settore nella società.

2.2 Analisi del profilo dell'investitore Pir

L'investitore finanziario italiano medio, a causa della bassa cultura finanziaria, della spiccata avversione al rischio e della insufficiente fiducia nella figura del consulente di investimenti, si presenta come un "cliente difficile" per un asset manager intento a creare un nuovo prodotto finanziario da lanciare nel mercato. Inoltre, l'eccessiva tassazione dei proventi derivanti da investimenti finanziari ha senz'altro contribuito ad incrementare, in passato, l'avversione degli investitori. Di certo questo ha reso i Pir un'interessante novità, come già detto, capace di generare reazioni contrastanti tra chi ne ha apprezzato l'agevolazione fiscale e l'impiego nell'economia reale e chi ha dimostrato perplessità riguardo alla clausola che vincola (ai fini dell'esenzione) l'investimento per 5 anni.

Tuttavia, il sorprendente risultato riscosso finora conferma l'efficacia dell'"amo fiscale",

che è riuscito a determinare una consistente raccolta netta, nonostante il confuso processo decisionale degli italiani, analizzato nel Rapporto Consob 2016. Tra questi, solo il 40% riesce a comprendere il concetto di rapporto tra rischio e rendimento, e solamente il 6% quello di diversificazione finanziaria.

Come prevedibile, dal Rapporto emerge anche una dichiarata propensione all'investimento in prodotti a capitale protetto e a rendimento minimo garantito, all'interno di un contesto dove l'ammontare totale dell'investimento privato/autonomo è molto meno rilevante che in altri Paesi Europei. Per dare un'idea della scarsa propensione del risparmiatore italiano verso l'investimento autonomo, si possono analizzare alcuni dati: dal 2008, ultimo anno pre-crisi, al 2013, gli investimenti in Italia in proporzione al Pil sono scesi del 18%. Il calo percentuale è pressoché uguale per pubblici e privati.

Tuttavia, facendo riferimento a dati più attuali (risalenti a fine 2016), il 45% delle famiglie italiane deteneva almeno uno strumento finanziario (tra fondi comuni, azioni e obbligazioni bancarie).

Pertanto, nonostante vi sia il rischio di ridurre le marginalità (specie per fondi più

conservativi), i Pir si adattano bene alle caratteristiche dell'investitore italiano, il quale, sebbene dotato in media di una cultura finanziaria inferiore rispetto a quella di altri Stati, non rinuncia alla possibilità di investire per ottenere proventi finanziari – specie se esenti da imposte – fornendo allo strumento un rilevante potenziale di crescita e sviluppo.

2.3 Analisi della percezione dei risparmiatori italiani

La piena comprensione delle necessità e preferenze dell'investitore italiano medio, rappresenta la chiave di lettura del successo dei Pir in Italia dopo solo un anno dalla loro introduzione nel mercato finanziario. Nonostante la scarsa *financial literacy*, l'investitore italiano non professionale – secondo quanto emerge dal Report Consob – stenta ad affidarsi alla figura del consulente finanziario, preferendo gestire in autonomia strumenti con rendimento e rischio minimo. È fondamentale sottolineare che permane un'errata comprensione del concetto di rischio stesso, concepito come il mancato ottenimento del rendimento sperato dall'investimento o, addirittura, un rendimento negativo senza però capire le motivazioni di un eventuale rendimento sotto le aspettative.

Alle cause sopra citate riguardo al mancato sfruttamento delle opportunità offerte dal mercato finanziario, è necessario aggiungere la preoccupazione per l'eccessiva tassazione dei proventi ottenuti dall'impiego. Si noti, però, che questo timore non riguarda soltanto i risparmiatori, ma anche gli investitori professionali e istituzionali, sempre alla ricerca di opportunità fiscalmente agevolate. La problematica data dal peso delle imposte sui rendimenti, non è comunque da ritenersi come limitata al settore finanziario poiché la stessa questione si prospetta anche per le altre tipologie di impiego su attività reali, andando a costituire un aspetto peculiare del panorama italiano in termini di investimento. In un contesto simile, dove il tema della tassazione e

della fiscalità in generale è all'ordine del giorno, certamente, il governo italiano è stato abile nello sfruttare l'agevolazione fiscale come incentivo all'investimento al fine di canalizzare il risparmio sulle imprese italiane. Sarebbe tuttavia errato considerare quest'ultimo come l'unico motivo del successo dei Pir. Infatti, altro aspetto di novità dello strumento è certamente la previsione della possibilità di personalizzare, almeno parzialmente, l'investimento. Inoltre, si aggiunge un'altra caratteristica essenziale capace di fare la differenza rispetto agli strumenti presenti in passato, ovvero l'offerta di consulenza mirata alla diversificazione del rischio nell'investimento azionario sulle imprese nazionali, evitando agli investitori di dover necessariamente impiegare i propri risparmi solo nell'equity di poche società. In tal modo, il ritenersi in qualche modo coinvolti nel supporto del cuore pulsante dell'economia nazionale ha probabilmente giocato un ruolo non indifferente, considerando la sensibilità degli italiani al tema delle Pmi.

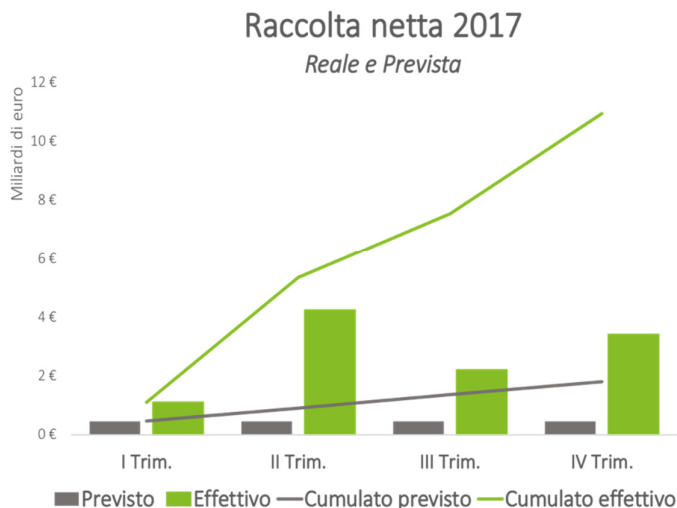
Va poi, infine, aggiunto il potere promozionale, senza precedenti nel settore, delle campagne di marketing il cui oggetto sono stati i Pir, per via della fiducia del governo nella loro capacità di combinare gli interessi dei risparmiatori con quelli delle imprese. Per dare un'idea più precisa dell'evoluzione del *mindset* dei risparmiatori italiani, anche in relazione alla percezione dei Pir, si può citare il report dell'Osservatorio ANIMA – GfK (Anima SGR), riportando i dati dal 2017 fino alla primavera del 2018. I dati che emergono risultano in controtendenza con il quadro – non roseo – della *financial literacy* italiana dipinto dal Report Consob del 2016. Infatti, lo studio condotto da ANIMA evidenzia un generale aumento della conoscenza dei mercati finanziari, oltre ad una crescita della progettualità e della propensione all'investimento che mette in luce un cresciuto

ottimismo circa le prospettive economiche future. Infatti, nonostante l'incertezza politica degli ultimi tempi, il 14% dei "bancarizzati" intervistati dichiara di aspettarsi un miglioramento della congiuntura italiana, mentre il 39% ritiene che resti invariata. Il 30% invece si divide in "peggiorata" e "peggiorata di poco".

Altro dato rilevante è quello che riguarda la crescita dell'attitudine alla progettualità degli italiani, soprattutto riguardante il risparmio a medio/lungo termine. Negli ultimi due anni, la quota dei risparmiatori sale di 4 punti, attestandosi oltre il 47%. Cresce sia il risparmio "intenzionale", ovvero coloro che risparmiano per uno scopo preciso, che quello "non intenzionale": il primo ad oggi è il 22,2% (contro il 22% del 2017), mentre il secondo sale al 25 % (contro il 21,4% dello scorso anno). L'entrata in vigore dei Pir ha spinto in alto il numero complessivo di sottoscrittori dei fondi comuni italiani: a fine 2017 si attesta pari a 7,2 milioni, oltre 500 mila in più rispetto all'anno precedente. L'incidenza del numero degli investitori sull'intera popolazione sale al 12% e la metà dei risparmiatori detiene un fondo di almeno 14.400 euro. Gli italiani che investono in fondi domestici Pir *compliant* sono più di 690 mila, circa 800 mila includendo i fondi esteri. Per la metà si tratta di investitori che si affidano per la prima volta ai prodotti di gestione collettiva. Le tipologie di fondi più presenti nei portafogli dei sottoscrittori sono per il 36,4% concentrati nei fondi flessibili. Seguono quelli nei comparti obbligazionari (28,1%), bilanciati (10,9%) e azionari (6,9%).

2.4 Quantificazione della domanda

Le prime stime dello Stato italiano circa l'andamento dei Pir nel mercato del risparmio prevedevano una raccolta di circa 18 miliardi di euro in 5 anni. Tuttavia, dal 6 marzo 2017, giorno dell'apertura del primo Piano Individuale di Risparmio - nonostante la creazione e, quindi, l'acquisto vero e proprio delle componenti di molti dei fondi risalgia alla



prima metà di gennaio - l'afflusso di risparmi ha superato le performance attese. L'ottima risposta dei consumatori ha reso dunque possibile il raggiungimento di una raccolta netta di 1,1 miliardi di euro solo nel primo trimestre, contro una previsione annuale di 1,8 miliardi. Tuttavia si può parlare di "record" solo con riguardo al secondo trimestre del 2017, quando i fondi hanno raccolto 4,24 miliardi di euro. Queste cifre si sono immediatamente tradotte in 2,65 miliardi di acquisti di azioni italiane, di cui 930 milioni sulle società di piccola e media capitalizzazione. Il terzo trimestre ha invece visto i Pir protagonisti di una raccolta netta di 2,2 miliardi di euro andando ad incrementare il valore del patrimonio totale gestito che ha superato i 12,2 miliardi, dei quali il 35% è stato impiegato in prodotti azionari, il 37% su piani bilanciati e il restante 28% è rimasto flessibile. Da ottobre a dicembre i comparti Pir *compliant* hanno registrato flussi per 3,4 miliardi e 10,9 miliardi dall'inizio dell'anno.

Per quanto riguarda il risparmio gestito nel suo complesso, il 2017 si chiude con 97,5 miliardi di euro di raccolta netta (+2,3 mld a dicembre), quasi il doppio sul 2016 (55,6 miliardi). Il patrimonio gestito ammonta a 2.086 miliardi, oltre 140 in più rispetto al dato registrato a fine 2016. Nel 2017 la raccolta netta dei fondi aperti è superiore ai 76 mld di euro, più del doppio rispetto ai 34 totalizzati

nel 2016. Da inizio anno, le vendite nette dei fondi aperti hanno interessato principalmente i prodotti obbligazionari (+29,5mld), i flessibili (+21,9mld), i bilanciati (+17,7mld) e gli azionari (+9,2mld). Il capitale investito nelle gestioni collettive ammontano a 1.064 miliardi di euro, pari al 51% del patrimonio gestito complessivo. Gli asset sono saliti al massimo storico di 2.089 miliardi, in aumento dell'1,6% rispetto al trimestre precedente (quando era pari a 2.056 miliardi). Le gestioni di portafoglio rappresentano il restante 49% degli AUM con 1.021 miliardi. Il primo trimestre del 2018, registra 14,7 miliardi di euro di raccolta netta. Il patrimonio gestito ammonta a 2.084 miliardi. A spingere la raccolta del sistema sono in particolare gli 8,7 mld di flussi verso i fondi aperti. Gli AUM impiegati nelle gestioni collettive sono pari a 1.058 miliardi di euro, circa il 51% delle masse complessive del settore. I risparmiatori italiani hanno indirizzato le proprie preferenze verso i prodotti Flessibili (+9,3mld), i Bilanciati (+4,4mld) e gli Azionari (+2,9mld). Sono 33 i gruppi che promuovono fondi aperti PIR *compliant*. La raccolta netta di questi prodotti nel trimestre ammonta a circa 2 miliardi di euro. Nel secondo trimestre del 2018 l'industria del risparmio gestito ha riportato deflussi per circa 5 miliardi di euro. I

fondi aperti hanno registrato sottoscrizioni nette per 1,1 mld. Il saldo trimestrale delle gestioni di portafoglio è in flessione di 5,8 mld. La raccolta netta del sistema da inizio anno ammonta a circa 10 mld. Il patrimonio gestito è di 2.067 miliardi di euro. Le masse investite nelle gestioni collettive totalizzano circa 1.059 mld (51% degli AUM); gli asset impiegati nelle gestioni di portafoglio sono pari a 1.007 mld (49% degli AUM). Le preferenze dei risparmiatori sono orientate sui prodotti Monetari (+3,5mld), sui Bilanciati (+3,1mld) e sui Flessibili (+2,9mld). La raccolta netta registrata dai prodotti durante questi 3 mesi è di 1,3 miliardi di euro (+3,3mld da inizio anno).

Tendenzialmente, dopo il boom iniziale, ci si aspetta un investimento che segua ritmi costanti, nonostante un leggero rallentamento. Nel 2020 e 2021 (che rappresenteranno rispettivamente il quarto e quinto anno di vita dei Pir) ci si aspetta, invece, un aumento degli investimenti: infatti, le persone che hanno sottoscritto un Pir nel 2017, avranno, durante questi due anni, la possibilità di aumentare la cifra del proprio investimento. Da gennaio 2017 a fine giugno 2018, 70 prodotti, poco meno di 19 mld di euro

	2017 I Trim.		2017 II Trim.	
	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito
Gestioni collettive	16.216,0	991.230,1	28.599,1	1.013.531
Gestioni di portafoglio	11.682,1	994.264,6	332,3	999.467,6
Totale	27.898,1	1.985.497,4	28.931,4	2.012.998,5
	2017 III Trim.		2017 IV Trim.	
	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito
Gestioni collettive	13.997,6	1.037.977,9	19.897,5	1.062.324,1
Gestioni di portafoglio	9.337,7	1.017.725,1	-2.623,0	1.026.828
Totale	23.335,2	2.055.703,6	17.274,5	2.089.149,9

	2018 I Trim.		2018 II Trim.		TOTALE
	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito	Raccolta Netta	Patrimonio Gestito	Raccolta Netta Totale
Gestioni collettive	9.720,8	1.058.617,4	883,9	1.059.470,6	89.314,8
Gestioni di portafoglio	5.013,9	1.025.299,3	-5.830,4	1.007.142,6	17.912,4
Totale	14.734,7	2.083.915	-4.946,6	2.066.612	107.227,2

in gestione, e la raccolta dei PIR è arrivata a più di 14 miliardi: un andamento superiore alle più rosee aspettative. Tuttavia, forse come ci si poteva aspettare, dopo il boom iniziale alcuni indicatori mostrano un segno meno: il Ftse Italia Pir Pmi All Index segna -1,9% da inizio anno, leggermente peggio dell'indicatore principale Ftse Mib che ha registrato un -1,45%. Le attuali stime, ulteriormente rivalutate, prevedono in 67,9 miliardi di euro la raccolta complessiva dei Pir in cinque anni, di cui oltre 14 miliardi sarebbero investimenti stabili nelle Pmi. Non ci sarebbe tuttavia da sorprendersi se queste stime dovessero essere rivalutate al rialzo ancora una volta. Infatti, la stima di 67,9 miliardi per i 5 anni è stata presentata basandosi su alcune *assumption* piuttosto "conservative": ad esempio, la crescita dei sottoscrittori di fondi italiani è stata stimata in +2% (mentre nel 2015 sono aumentati del 5,2% e nel 2016 del 3,1%).

2.5 Quantificazione dell'offerta

Il primo Pir aperto alla sottoscrizione – 6 marzo 2017 – da Arca SGR, ha garantito alla società cospicui introiti, pari a circa 80 milioni di euro nel solo mese di marzo, primo mese di attività. A seguire vi sono state diverse società, tra cui Pioneer (Gruppo Unicredit) ed Eurizon (Gruppo Intesa Sanpaolo).

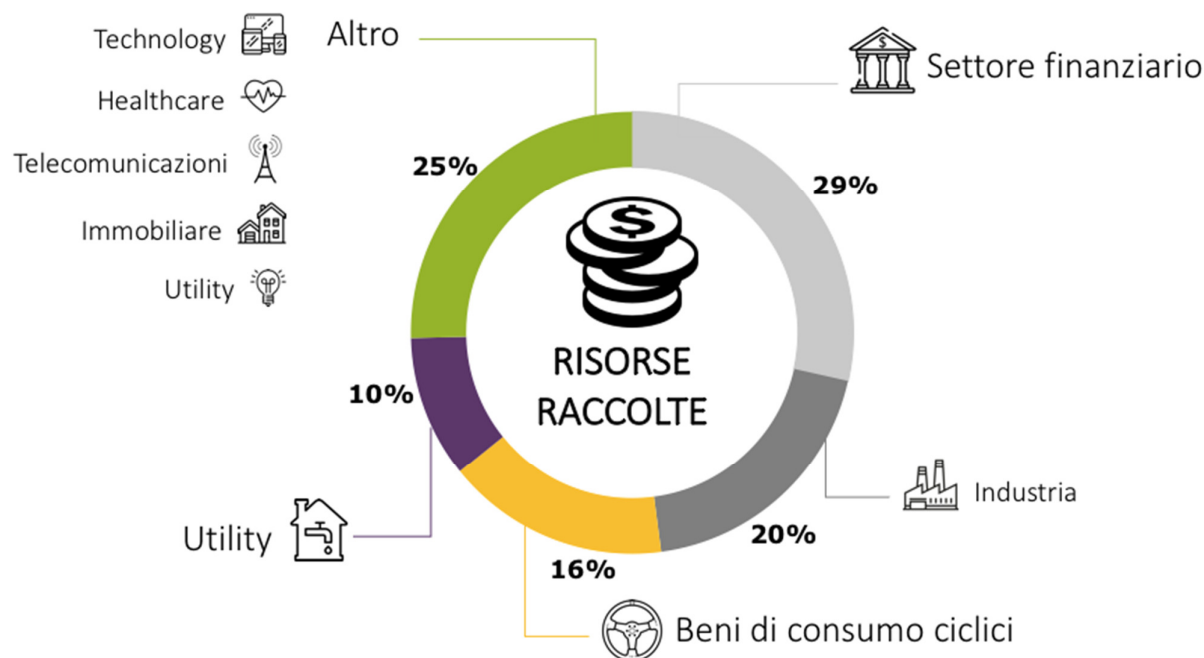
In generale, l'ingresso dei vari asset manager nel mercato dei Pir è avvenuto, fino ad ora, attraverso tre modalità differenti:

- Istituzione di un nuovo fondo: diversi Gruppi (tra cui Intesa Sanpaolo, Ubi Banca, BNP Paribas, Pioneer) hanno ritenuto opportuno creare dei fondi ad-hoc per gestire gli investimenti Pir;

- Trasformazione di un fondo esistente: altri hanno preferito trasformare un fondo già esistente, rendendolo Pir *compliant* (tra cui Mediolanum e Zenit);

- Soluzione mista: l'ultima tendenza è stata quella di offrire sia fondi creati ex-novo, sia fondi preesistenti riadattati. Tra i gruppi che hanno adottato questa soluzione, troviamo Arca, Amundi e Anima.

Inizialmente il mercato è stato obiettivo solo degli asset manager italiani, ma durante i mesi estivi del 2017 numerose società estere vi hanno fatto il loro ingresso (ad esempio, JP Morgan, BNP Paribas e Allianz, per citarne alcuni). In tale contesto, ad oggi, le masse totali hanno raggiunto i 18,6 miliardi. In termini di Asset under management, il leader dei Pir rimane Banca Mediolanum col 21% di market share, davanti al gruppo Intesa Sanpaolo (19%). I maggiori inflows da inizio anno sono stati catturati da Intesa con 942 milioni (o lo 28% del totale), Amundi 898 milioni (27%), Mediolanum 521 milioni (16%), Anima 435 milioni (13%) e Arca 250 milioni (7%). In termini di singole categorie, i prodotti bilanciati hanno visto un incremento dell'incidenza sul totale (44% rispetto al 42% del primo trimestre 2018) a scapito dell'azionario (30% rispetto al 31%). Nei mesi di luglio e agosto 2018 gli afflussi di investimento sono stati pari a poco meno di 370 milioni e, sebbene elevati rispetto alla media, registrano un lieve rallentamento nel ritmo di crescita rispetto ai mesi precedenti che sembra aver messo sotto pressione i rendimenti: da inizio 2018, infatti, al 21 settembre su circa 50 fondi PIR, 16 prodotti hanno evidenziato rendimenti positivi, 33 sono negativi.



2.6 Analisi dei trend di crescita dell'offerta

Dopo il boom di raccolta del 2017, pari a 11 miliardi, oggi i gestori fanno più fatica a trovare opportunità di investimento dato che i prezzi delle azioni delle Pmi, che dovrebbero essere il bacino di riferimento dei fondi Pir, sono saliti molto e la crisi dei mercati ha finora frenato lo sviluppo del mercato dedicato alle mid/small cap. Tanto che le valutazioni di queste azioni ora sono elevate: con un rapporto prezzo-utili di 17,6, le mid/small cap italiane trattano oggi a premio del 42% (a luglio risultava 34%) rispetto al mercato domestico che tratta sulla base di un multiplo prezzo-utili di 12,4. Nel confronto con gli indici europei, il premio delle mid/small cap italiane è rimasto al 5%.

Nonostante il lieve rallentamento dei primi mesi del 2018, il numero di competitor resta elevato e verosimilmente è determinato dall'attrattiva che un mercato come questo può avere; la disciplina legislativa è infatti scarsa e non stringente. A colmare queste mancanze è cruciale l'entrata in vigore della MiFID II, che verrà approfondita successivamente. La stessa, combinata con

l'aumento di competitività dovuto all'alto numero di player presenti nel settore ed in continuo aumento, porterà probabilmente alla riduzione dei margini per le banche.

Di conseguenza, essendoci relazioni e forze contrastanti in gioco, il futuro dell'offerta Pir sembra essere tutt'altro che chiaramente delineata e si potrebbero ancora aprire diversi scenari.

2.7 Analisi descrittiva dei principali fondi attuali

All'inizio dell'anno 2017, i fondi Pir-compliant erano offerti quasi esclusivamente da operatori nazionali, ma sin dai primi mesi estivi è aumentato il numero degli asset manager internazionali che sono entrati nel mercato dei Pir italiani. Molto spesso, gli asset manager preferiscono diversificare l'offerta di tali prodotti, lanciando sul mercato diversi fondi Pir con caratteristiche adattabili alle eterogenee esigenze della clientela (in termini di esposizione al mercato azionario, di livello di rischio o di modalità di gestione). Questa diversificazione dell'offerta è il motivo per cui

il numero totale dei fondi Pir italiani è molto maggiore rispetto a quello degli operatori finanziari che li offrono (74 prodotti a fronte dei 41 asset manager operanti nel mercato).

Come detto, la maggioranza degli asset manager crea una pluralità di fondi Pir che differiscono l'uno dall'altro con riguardo ad alcuni parametri (che servono anche per classificarli); esposizione all'azionario, livello di rischio e spese di gestione. Per i più avversi al rischio, vengono creati fondi obbligazionari bilanciati con esposizione minima al mercato azionario. Solitamente, un fondo di questo tipo prevede una percentuale di investimento in azioni non superiore al 30%, con un grado di rischio quantificato con un livello tra il 3 e il 5³. Per investitori alla ricerca di rendimenti più elevati, invece, i fondi si caratterizzano per una maggiore esposizione all'investimento azionario (dal 60% sino alla totalità dell'investimento in azioni) e per un profilo di rischio più aggressivo (normalmente quantificato con un livello 6 o 7). Fondi del genere investono in misura minima in obbligazioni, e comportano spese di gestione più elevate.

In ultima analisi, si riscontra una forte diversificazione sulla destinazione dell'investimento a livello settoriale; a maggio 2017 è stato svolto un apposito studio. Le risorse raccolte sono destinate per il 28,5% nel settore finanziario, per il 19,4% nell'industria, per il 16,3% in beni di consumo ciclici e per il 10,4% in utility. Il restante 25,4% è destinato nei settori dell'energia, telecomunicazione, *healthcare*, immobiliare e *technology*. Ci sono poi casi, rari, in cui un asset manager si concentra su uno specifico settore; è il caso del fondo Pioneer Sviluppo con il settore dell'*healthcare*.

2.8 Analisi delle caratteristiche dei fondi

Nello svolgimento dell'analisi, il focus è stato posto sui prodotti offerti dagli asset manager

italiani più rilevanti, ma considerando comunque anche tutti gli altri providers degli stessi servizi.

I prodotti sono stati analizzati sotto diversi punti di vista: le caratteristiche generali in termini di ripartizione del portafoglio, le modalità di gestione, le spese per l'investitore e l'effettiva remuneratività.

È opportuno rilevare in questa sede che la normativa che introduce i Pir, richiede che l'ammontare totale investito nello strumento sia destinato solo nella parte del 21% ad imprese non rappresentate nell'indice FTSE MIB (o indici equivalenti). Dunque la quota restante (79%) può essere allocata liberamente (ma nel rispetto degli altri vincoli indicati dalla normativa) dall'asset manager, anche tra le 40 società più capitalizzate e liquide. In tal caso, l'investimento reale nelle imprese meno capitalizzate sarebbe di importanza relativamente bassa. Posto che la ratio, che fonda lo strumento dei Pir, è lo stimolo dell'economia reale (quindi in Italia, delle Pmi), può risultare non chiaro il motivo per cui il legislatore abbia concesso tale autonomia agli asset manager, lasciando così aperta l'eventualità che alle Pmi sia destinato effettivamente solo il 21% delle somme raccolte. Questo si spiega considerando il necessario bilanciamento tra l'interesse pubblico allo sviluppo dell'economia (che passa, in questo caso, attraverso un sostegno finanziario alle imprese con media e bassa capitalizzazione, ma con alto profilo di rischio), e l'interesse dell'investitore di poter investire in Pmi nell'ambito di un portafoglio diversificato valorizzando il ruolo dell'asset manager.

Effettivamente, nella pratica, a inizio 2018, si registrano per le Pmi una capitalizzazione di 5,7 miliardi di euro (+96% rispetto al 2016) e una raccolta totale di capitale tra IPO e operazioni sul secondario superiore ai 2,6 miliardi di euro.

Questo dato potrebbe indicare che, nella pratica, soltanto pochi operatori finanziari

³ Il rischio è determinato utilizzando una scala crescente da 1 a 7, sulla base della volatilità storica annua del prodotto.

investono in tali imprese più del 21% obbligatorio, anche se è probabile che proprio tra le mid/small cap si trovino le più interessanti e meno conosciute opportunità di rendimento.

La diversificazione dei fondi Pir offerti da parte dei vari asset manager si concretizza nella creazione di prodotti con una diversa composizione del portafoglio investimenti, un diverso profilo di rischio e differenti costi di gestione.

Nello specifico, i fondi bilanciati obbligazionari hanno, in media, meno del 30% come componente azionaria, un profilo di rischio di livello oscillante tra il 3 e il 5 (notevolmente inferiore agli azionari) e commissioni di gestione leggermente più basse rispetto agli azionari.

I fondi azionari, invece, hanno una percentuale di investimento in azioni che va da un minimo del 70% circa, sino al 100% di investimento in azioni. Si caratterizzano per un livello di rischio sempre superiore al 5 (dovuto al fatto che l'investimento azionario è notoriamente più rischioso rispetto ad un bilanciato-obbligazionario).

I costi per gli investitori hanno principalmente due componenti: una *fee* legata alla sottoscrizione del prodotto (commissione di ingresso) e un'altra legata alle spese correnti e di gestione del fondo.

La prima *fee* prevede spesso una percentuale massima non superabile, indipendentemente dall'ammontare dell'investimento. Questa è piuttosto variabile a seconda dell'asset manager considerato. Nell'analisi condotta, sono state rilevate quote di sottoscrizione tra il 1,5% e il 5% dell'ammontare investito.

Il discorso è molto più complesso per quanto riguarda la *management fee* (spese correnti e di gestione). Questa infatti rivela una forte sensibilità: il suo ammontare varia sensibilmente in funzione di diversi parametri (fondo azionario od obbligazionario, a gestione attiva o passiva). In particolare, come è già

stato accennato, i fondi Pir prevalentemente obbligazionari sono generalmente caratterizzati da costi di gestione lievemente più bassi rispetto a quelli dove l'investimento azionario è superiore. In effetti, per i fondi analizzati, è stato rilevato un differenziale medio tra bilanciati obbligazionari e totalmente azionari dello 0,6% (altre fonti, tuttavia, indicano una media di 2,9% per gli azionari e 1,4 % per i bilanciati). Questo potrebbe dipendere dal fatto che, per offrire all'investitore azionario un rendimento soddisfacente, la pratica dello *stock picking* deve essere effettuata periodicamente e con attenzione alle dinamiche dei titoli mid/small cap. Per quanto riguarda invece le differenze di costo riconducibili alla modalità di gestione, esse sono nettamente più marcate e ampie. Infatti, un fondo a gestione passiva prevede, da parte dell'asset manager incaricato, un "semplice" impegno a replicare fedelmente l'indice di mercato desiderato. Per questa ragione, i Pir ETF a gestione passiva hanno spesso costi di gestione pressoché trascurabili, e limitati alle spese di gestione corrente nell'ordine dello 0,3%.

Il discorso cambia totalmente se si considerano fondi a gestione attiva (sia azionari che obbligazionari). In questo caso, per quanto riguarda i prodotti presi in analisi, i costi di gestione partono sempre da una percentuale minima di 1,2%.

In aggiunta a queste due componenti di costo, numerosi asset manager prevedono anche una performance *fee*, calcolata in base ai risultati conseguiti dal fondo. Questa commissione è legata all'eventuale extra-performance del fondo Pir rispetto all'indice di riferimento (*benchmark*) ed è spesso stata oggetto di critica da parte degli investitori, a causa delle modalità di calcolo della stessa (differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark*) e dell'elevato ammontare della percentuale dovuta (in molti casi, dal 15% al 20%). Per tale ragione, è fondamentale che l'asset manager scelga come *benchmark* un indice di riferimento coerente con l'indirizzo di

investimento del fondo Pir offerto, in grado di rispecchiare la specializzazione e la finalità del fondo stesso. Infatti, nel caso in cui come benchmark venisse opportunisticamente scelto un indice di mercato caratterizzato da una performance “facile da battere” (e.g., un indice monetario di breve termine), il sottoscrittore del fondo Pir si troverebbe a dover riconoscere sistematicamente all'asset manager commissioni di performance elevate. Un altro fattore al quale è necessario prestare attenzione nel valutare le performance *fee* è la periodicità con la quale queste ultime sono richieste. Infatti, la normativa della Banca d'Italia impone il pagamento di queste commissioni con intervalli temporali non inferiori ai 12 mesi. Ciò nonostante, questa regolamentazione viene talvolta aggirata, poiché gran parte del risparmio italiano è investito in fondi aventi diritto estero (società internazionali, o anche italiane che vendono fondi all'estero tramite SICAV). Chiaramente, una periodicità maggiore per il prelievo delle *performance fee* (ad esempio, mensile) è indubbiamente uno scenario svantaggioso per il risparmiatore.

In generale, la remuneratività di un fondo Pir e i suoi effettivi benefici fiscali sono elementi fortemente legati all'ammontare delle varie voci di costo, che ogni asset manager sceglie con ampia discrezionalità (ad esempio, non tutti applicano commissioni di ingresso o di performance). Da questo deriva una rilevante eterogeneità del panorama italiano riguardo all'offerta di fondi Pir.

Come già accennato in ottica più generale, la maggioranza degli asset manager offre vari fondi Pir, così da poter rispondere alle eterogenee esigenze degli investitori. Chi offre un unico fondo, lo bilancia tra azioni e obbligazioni, con un livello di rischio intermedio. Il fondo unico è generalmente il prodotto degli AM internazionali, e la scelta potrebbe essere dovuta dal loro tardivo ingresso nel mercato. È dunque verosimile che l'offerta diventi più omogenea in un futuro prossimo.

2.9 Differenziazione fra gestione attiva e passiva

È fondamentale distinguere tra fondi Pir a gestione attiva e passiva (ovvero gli ETF, che replicano passivamente gli indici di mercato). Il differente stile di gestione si riflette sul rendimento e sugli oneri di gestione. Con riferimento alle spese si consideri che la *fee* di gestione per un fondo attivo è molto più alta rispetto a quella di un ETF (spesso compreso tra lo 0,4% e 0,5%). Inoltre gli ETF, nella maggioranza dei casi, non prevedono commissioni di ingresso. Tuttavia, un risparmiatore che sceglie un fondo Pir a gestione passiva potrebbe incorrere in dei costi di negoziazione, dipendenti dalle singole operazioni di borsa e di ammontare che oscilla tra i 5-8€ ad operazione. In relazione al rendimento, emergono dati piuttosto significativi dal confronto tra i principali Pir azionari italiani e il Pir ETF Lyxor ITAMID (uno dei fondi Pir a gestione passiva più diffusi in Italia, che effettua una replica dell'indice FTSE Italia Mid Cap).

Infatti, in un orizzonte temporale di 6 mesi, tutti i Pir azionari italiani menzionati (a gestione attiva), hanno realizzato rendimenti superiori, con una performance media del +3,2%. Le diverse performance sembrano potersi ricondurre alla natura dei titoli quotati al FTSE Small e Mid Cap, indici centrali nell'investimento in Pir.

Proprio la diversificazione e l'eterogeneità delle imprese quotate a questi indici rende lo *stock picking* e la gestione attiva la modalità più indicata per conseguire buoni rendimenti, poiché con una selezione periodica e accurata dei titoli si riesce a sfruttare appieno le oscillazioni di indici di mercato estremamente dinamici.

Al contrario, una replica passiva degli stessi indici, con una ponderazione maggiore sui titoli più liquidi ha un effetto molto meno incisivo sulla crescita dei rendimenti del fondo. Nei fondi ETF analizzati, il focus principale dei relativi asset manager risiede nell'effettuare

una replica fedele dell'indice FTSE Italia Pir Benchmark, e ciò implica un'esposizione alle azioni degli indici FTSE MIB e FTSE Italia Pir Pmi Plus. Di conseguenza, per tali fondi a gestione passiva, il profilo di rischio non è troppo diverso da quello di un normale fondo attivo di tipo azionario, attestandosi su un livello pari a 6 (infatti, i titoli inseriti nel fondo sono comunque di natura azionaria, e il livello di rischio tiene principalmente conto di questo fatto, anche se una replica fedele di un indice è chiaramente un'opzione meno rischiosa dello *stock picking*). Volgendo lo sguardo al futuro, è opportuno osservare che il previsto aumento di IPO accrescerà il gap tra gestione attiva e passiva (in termini di costi e di rendimenti). La quotazione di imprese a media-bassa capitalizzazione, infatti, premierà ancora di più un approccio attivo, volto alla ricerca di valore e potenzialità in titoli di società meno note e capitalizzate.

Analisi Statistica

3.1 Premessa

Data la composizione del Pir, che vincola il 21% dell'investimento in Pmi non incluse all'interno del mercato FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati, assume rilevanza analizzare, più in concreto, quali siano le imprese a cui tali somme sono destinate. Attraverso un confronto con indici equivalenti, quali possono essere il FTSE 100 nel Regno Unito, il CAC 40 in Francia o il DAX 30 in Germania, è interessante osservare, per esempio, quale sia la capitalizzazione di mercato di tali imprese. Sebbene tale dato sia immediatamente riflesso negli indici del mercato in cui tali imprese sono quotate, non è tuttavia necessario risalire all'indice in cui è inserita ogni possibile impresa. A questa esigenza risponde dunque il nuovo indice creato da Borsa italiana nel 2016, FTSE Italia Pir Pmi All, all'interno del quale sono inserite tutte le imprese rispondono ai requisiti per essere destinatarie del 21%, ovvero tutte quelle che non sono inserite nel FTSE MIB. È stato, inoltre, considerato meritevole di interesse anche lo studio del possibile andamento futuro di tale indice, e lo studio dei settori più rappresentati nello stesso.

3.2 L'indice FTSE Italia Pir PMI All

La *market capitalization* attuale dell'indice FTSE Italia Pir Pmi All supera i 56 miliardi di euro e le previsioni future sono di un ulteriore e continuo rialzo, come si sta verificando da un anno a questa parte. L'incremento sarà trascinato, secondo opinioni condivise, dalla domanda di fondi Pir, la quale si manterrà in crescendo nonostante un lieve rallentamento nei primi mesi del 2018.

I settori economici più rappresentati sull'indice sono l'industriale con il 24,28% e 58 aziende

(51 nel 2017) su 293 (255 nel 2017) in totale, il settore finanziario in generale, che include servizi finanziari, banche e assicurazioni, che si stabilizza sul 18% con le sue 41 società, quello per i beni per la persona (11%) e servizi, che occupano anche essi l'11%.

Osservando il ritorno nell'ultimo anno, ovvero dal novembre 2016 (data di approvazione della Legge di Bilancio che ha introdotto i Pir), passando per l'effettivo ingresso nel mercato degli strumenti ad inizio 2017, si nota un aumento medio dei prezzi pari al 40% ad ottobre 2017, attestando la crescita e la profittabilità dell'indice. Andamento del ritorno che supera il 150% se si vanno a prendere in considerazione gli ultimi 5 anni.

Studiando invece i dati riguardanti le maggiori società - per capitalizzazione - quotate sull'indice si nota come Interpump Group, industria nel campo ingegneristico, sia la prima per market cap, con un valore di circa 2,4 miliardi di euro e un peso percentuale del 4,2%; oltre i 2 miliardi di capitalizzazione si attestano anche Amplifon, specializzata in soluzioni uditive e Hera, società multiservizi; entrambe si aggirano rispettivamente sul 4% e sul 3,8% del totale.

3.3 Scopo dell'analisi⁴

L'obiettivo di questa analisi è quello di comprendere in che modo l'introduzione dei Pir, avvenuta nel gennaio 2017, abbia impattato sul mercato, in particolare in termini di volumi di scambio. Per analizzare l'impatto provocato da questo nuovo strumento, occorre soffermarsi su quei mercati in cui i fondi Pir, per la loro finalità e per un ammontare pari al 21% del totale, devono investire:

⁴ L'analisi statistica, effettuata in questa sezione, è essenziale per avvalorare e completare la stesura del paper di ricerca attraverso dati numerici che confermino quanto già menzionato. Si compone di due parti, diverse ma accomunate dalle finalità esplicative e dimostrative. La prima è il test sulla differenza della media, che, consolidato da un'analisi della mediana e della standard deviation, indaga se e come l'introduzione dei Pir abbia impattato, in termini di volumi, il mercato.

La seconda consiste in un event study, quindi la ricerca di un evento che possa considerarsi la causa di un aumento anormale dei volumi sul mercato. La raccolta dati per la parte statistica si è svolta con l'ausilio di due database finanziari: Factiva e Bloomberg. Da qui sono stati estrapolati i volumi riguardanti l'Aim, lo SMALL e il MID Cap, oltre a quelli degli altri mercati utilizzati come paragone.

- Aim Italia, mercato di Borsa dedicato alle piccole-medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita;
- FTSE Italia SMALL Cap, indice che cattura i titoli azionari a bassa capitalizzazione;
- FTSE Italia MID Cap, indice di Borsa composto dalle prime 60 società per capitalizzazione che non appartengono all'indice FTSE MIB.

3.4 Metodologia test della differenza delle medie

Al fine di verificare la presenza di variazioni significative, rispetto all'anno precedente l'introduzione della normativa (2016), sui mercati di interesse dei Pir, quali i sopracitati Aim, SMALL Cap e MID Cap, si è proceduto a confrontare i volumi, di ogni singolo giorno, per ogni singola azione e, successivamente, ad eliminare gli outlier presenti nei dati. Sebbene in questa tipologia di analisi, per l'identificazione degli outlier, sia prassi rimuovere l'1% dei dati aventi i valori più bassi, che l'1% di quelli aventi i valori più alti, in questa occasione, avendo a che fare con dei volumi che, per loro natura, non possono assumere valori negativi, si è optato per non eliminare dati dalla fascia bottom, ma procedere solamente con la rimozione dell'1,5% della fascia top. Una volta ottenuti i volumi, privi di questi outlier, di ogni singola azione, scambiati in ogni singolo giorno del 2016, quando ancora non era stata introdotta la normativa Pir, e del 2017, è stato possibile confrontare le rispettive medie annue e verificare la presenza di variazioni. Oltre a identificare le variazioni delle medie su questi tre mercati, tra il 2016 e il 2017, si è anche proceduto a calcolare, sempre in riferimento agli stessi, gli scostamenti rispetto ai valori di minimo, ai valori di massimo, alla mediana e ai quartili, per i due anni di interesse, con la medesima finalità di comprendere l'eventuale impatto causato dall'introduzione dei Pir. Infine, poiché uno degli obiettivi della normativa Pir è l'aumentare l'efficienza del mercato, si ritiene opportuno analizzare l'andamento del rapporto deviazione standard rispetto alla media (sinonimo di efficienza del

mercato): se si verifica una riduzione di questo rapporto, nel corso del biennio, ciò può significare che il mercato stia migliorando in termini di efficienza e, quindi, che la normativa Pir stia lavorando anche in questo senso.

La scelta di questa metodologia di analisi può comportare due problematiche:

- Considerando i volumi scambiati, in ogni singolo giorno, per ogni azione, vi è un'elevata possibilità di ottenere, in alcune giornate, volumi molto elevati, per esempio quando si verifica un aumento di capitale in una determinata società. Questo problema può essere risolto eliminando gli outlier presenti nei dati, come sopra spiegato.
- A parità di market cap, le società possono avere un numero nettamente diverso di azioni in portafoglio; pertanto, attraverso la metodologia dei volumi, non si effettua un'adeguata ponderazione per il prezzo, ma si attribuisce un valore maggiore alle società con un maggior numero di azioni. La soluzione a questo problema sarebbe quella di svolgere un'analisi anche sui prezzi giornalieri delle azioni, così da ponderarli per il numero delle stesse.

3.5 Risultati test sulla media

Calcolando le medie dei volumi scambiati, per il 2016 e per il 2017, sul mercato Aim, sullo SMALL e sul MID, emergono delle notevoli differenze in positivo tra un anno e l'altro, sinonimo proprio della crescita avvenuta su questi mercati grazie all'introduzione della normativa Pir. In particolare, sull'Aim si è verificata una consistente crescita, pari ad un aumento di 2.177.689 (+338%) dei volumi medi scambiati, che risulta statisticamente significativa in quanto presenta un p-value estremamente basso (4,9456E-41). Il fatto che i Pir abbiano impattato in larga misura l'Aim, è dovuto alla dimensione ristretta dello stesso: infatti i mercati che, prima dell'introduzione della normativa, avevano piccole dimensioni ed effettuavano un numero limitato di negoziazioni, hanno sperimentato una

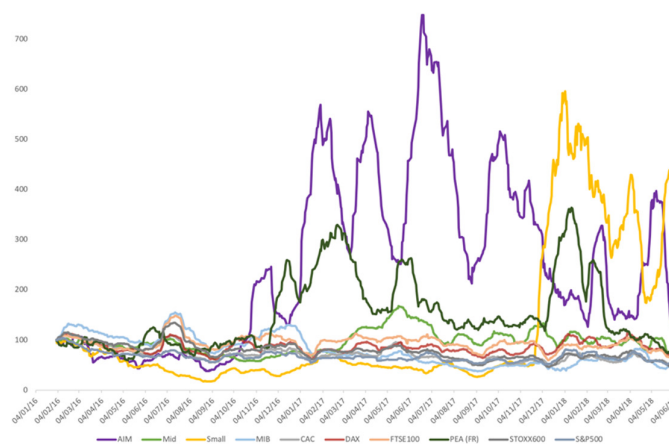
	AIM		SMALL		MID	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Stdev/mean	104,09%	70,67%	40,85%	36,18%	25,90%	30,66%

maggiore crescita rispetto a quelli aventi dimensioni maggiori e con un più elevato numero di scambi. Sebbene in misura minore dell'Aim, per la motivazione sopracitata, anche lo SMALL e il MID presentano, nel biennio, degli scostamenti positivi in termini di media di volumi scambiati, rispettivamente pari a 16.377.631 (+39,65%) e 10.282.908 (+35%); anche in questo caso le variazioni risultano statisticamente significative, grazie a un p-value adeguatamente basso (1,6349E-19 per lo SMALL e 7,9322E-25 per il MID).

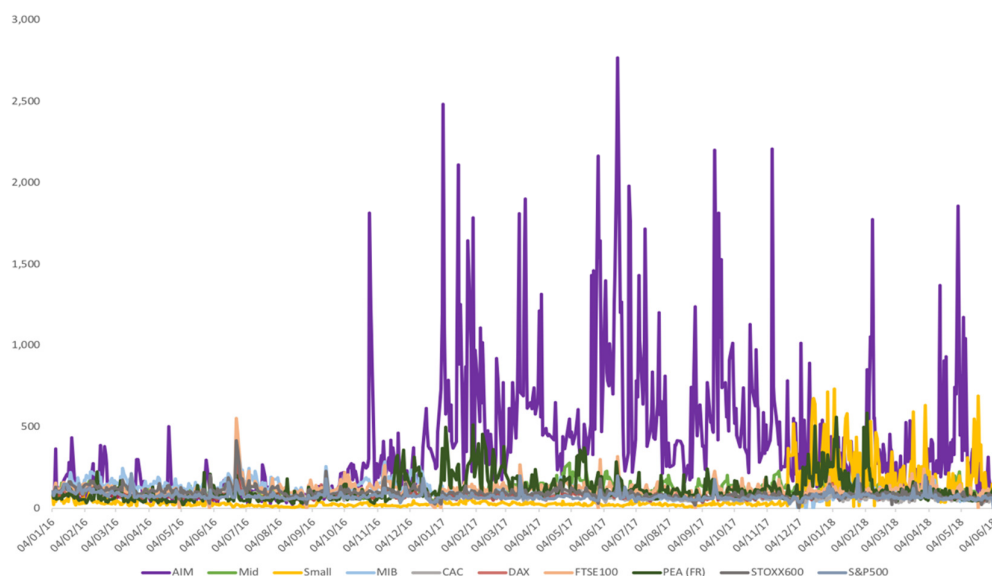
Inoltre, al fine di togliere qualsiasi dubbio sul fatto che la crescita di questi tre mercati sia principalmente dovuta dall'introduzione dei Pir, e non da qualsiasi altro evento, si è proceduto a rappresentare graficamente l'andamento, nel biennio, dei volumi medi (degli ultimi 20 giorni) scambiati su un maggior numero di mercati, in particolare sul MIB, sul CAC, sul DAX, sul FTSE100, sul PEA francese, su STOXX600 e su S&P500. La metodologia utilizzata per ottenere questo grafico consiste nel riportare i risultati ottenuti in base cento, così che tutti i mercati analizzati partano dal medesimo livello –fissato a 100– e si evidenzia la crescita percentuale rispetto al primo giorno. Attraverso questa rappresentazione grafica emerge come l'Aim sia il mercato che è cresciuto maggiormente, durante il periodo 2016-2017, in modo quasi correlato rispetto al PEA, mercato dedicato ai Pir francesi. Tuttavia l'Aim non è l'unico mercato che mostra un trend positivo nel biennio, infatti anche lo SMALL e il MID presentano tassi di crescita positivi, a differenza di tutti gli altri mercati analizzati che presentano un andamento

pressoché costante (crescita media). Il fatto che Aim, SMALL e MID (mercati di interesse dei Pir) aumentino in termini di volume nei due anni considerati e che gli altri mercati non presentino questa crescita, è prova del fatto che la causa del loro aumento sia dovuta, soprattutto, all'introduzione della normativa Pir. Infine, il motivo per cui l'Aim cresce in modo più consistente rispetto agli altri due mercati di interesse dei Pir è da trovare nelle dimensioni di questo stesso mercato: essendo l'Aim un mercato molto piccolo, l'ingresso anche di un solo fondo provoca un più evidente impatto.

Conferma dell'andamento appena descritto, in corrispondenza dei mercati analizzati, si ha anche attraverso un grafico che rappresenta l'andamento degli stessi mercati giorno per giorno (non più la media degli ultimi venti giorni), durante il biennio. Con questa metodologia di rappresentazione, inoltre, emergono in modo più evidente gli elevati picchi a cui è stato soggetto l'Aim in conseguenza all'introduzione dei Pir.



	Variable 1	Variable 2	Variable 1	Variable 2	Variable 1	Variable 2
Mean	643.607	2.821.296	41.301.558	57.679.189	29.411.782	39.694.690
P(T<=t) one-tail	4,94569E-41		8,17498E-20		3,96613E-25	
P(T<=t) two-tail	9,8914E-41		1,6350E-19		7,9323E-25	



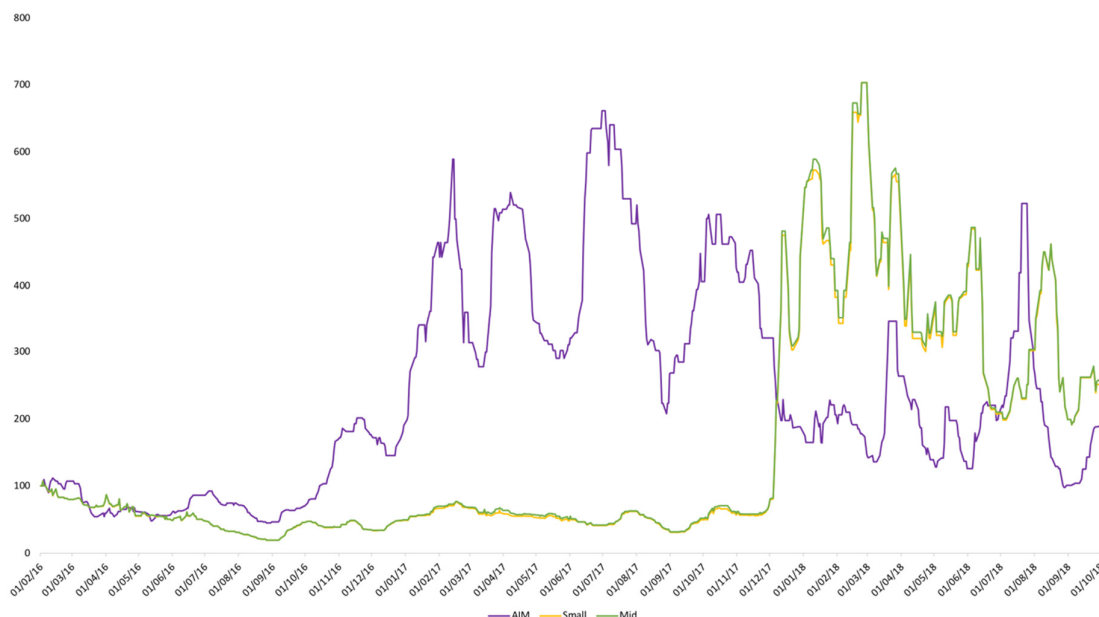
3.6 Mediana e standard deviation

Al fine di validare i risultati ottenuti dal mean test e, quindi, per confermare l'impatto provocato dai Pir sull'Aim, sullo SMALL e sul MID, si è proceduto a calcolare anche gli scostamenti rispetto ai valori di minimo, ai valori di massimo, alla mediana e ai quartili, per gli stessi due anni di interesse. In riferimento al mercato Aim, anche in questa occasione, si verificano le variazioni più significative: i valori di minimo e di massimo, la mediana e i quartili si spostano notevolmente verso l'alto, proprio grazie all'aumento di volumi di azioni negoziate sullo stesso. In particolare, il valore mediano nel 2017 dell'Aim si trova posizionato, rispetto alla distribuzione dello stesso mercato nel 2016, al 98,8 percentile; ciò è sinonimo di una consistente crescita avvenuta grazie ai Pir. Conferma di questa crescita arriva anche dall'analisi dei quartili: il primo e il terzo quartile dell'Aim sono cresciuti tanto da rappresentare rispettivamente il 93,1 e il 99,3 percentile, rispetto alla distribuzione del 2016.

Un aumento dei valori di minimo, di massimo, della mediana e dei quartili avviene anche sullo

SMALL e sul MID, ma in misura più contenuta: infatti il valore mediano di questi due mercati si sposta rispettivamente, nel 2017, all'80,2 e all'87,6 percentile. Considerando l'andamento dei quartili su questi due mercati nel biennio, si nota come il primo e il terzo quartile dello SMALL si posizionano al 61,6 e al 92,8 percentile e come i corrispondenti quartili del MID rappresentano il 57,1 e il 97,7 percentile, sempre rispetto alle distribuzioni dell'anno precedente. Pertanto, osservando le distribuzioni, in termini di mediana e quartili, assunte dai tre mercati nel 2017, emerge uno spostamento al rialzo delle stesse rispetto al 2016, sinonimo proprio della crescita volumetrica avvenuta su questi mercati.

2017			
	AIM	SMALL	MID
Min	66,2%	4,3%	1,9%
Q1	93,1%	61,6%	57,1%
Median	98,8%	80,2%	87,6%
Q3	99,3%	92,8%	97,7%
Max	100,0%	100,0%	100,0%



Il grafico, che rappresenta l'andamento dei valori mediani dei precedenti venti giorni, in base cento, di Aim, SMALL e MID, evidenzia, ancora una volta, la crescita causata dai PIR dal momento della loro introduzione.

Infine, sull'Aim e, in misura minore, sullo SMALL si nota una riduzione del rapporto deviazione standard rispetto alla media, a prova del fatto che, oltre all'aumento degli scambi per l'introduzione dei Pir, gli stessi mercati hanno migliorato la propria efficienza. Da notare, però, come non si sia verificata un'analoga riduzione dello stesso rapporto sul MID, il quale è invece cresciuto di 4,76 punti percentuali, causando quindi una diminuzione di efficienza sul presente mercato.

Concludendo, si può affermare che i Pir abbiano impattato positivamente i mercati di loro interesse e che siano anche stati in grado di rendere l'Aim e lo SMALL più efficienti, raggiungendo uno degli obiettivi propri della normativa.

3.7 Event study: metodologia

Al fine di poter interpretare e capire al meglio come i Pir abbiano realmente impattato il mercato ed avvalorare la tesi avanzata nei paragrafi precedenti si è svolto un event study, volto ad analizzare l'andamento dell'abnormal

volume delle transazioni sui mercati di competenza durante il 2017, anno di entrata in vigore dei Pir. A tal fine è necessario stabilire un andamento normale del mercato in termini di volumi delle transazioni effettuatevi e, secondariamente, calcolare l'eventuale *abnormal volume*. Con "abnormal volume" si intende la differenza fra il dato effettivo giornaliero (in questo caso, appunto il volume delle transazioni) e il dato ottenuto in condizioni "normali", ovvero quello precalcolato e ipotizzato in caso di andamento normale del mercato (non influenzato, dunque, dall'evento studiato). Tale valore è ottenuto calcolando il volume medio degli ultimi 66 giorni (sommatoria dei volumi diviso 66). Questa media mobile è costruita in modo che ad ogni data di calcolo, si considerino sempre i volumi di scambio degli ultimi 66 giorni. Successivamente si procede calcolando, come già detto in precedenza, il volume anormale come differenza tra volume effettivamente riscontrato e quello medio degli ultimi 66 giorni. Il dato ottenuto viene però diviso per la deviazione standard, al fine di tenere in considerazione la variazione dei

	AIM		SMALL		MID	
Type	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Stdev/mean	104,09%	70,67%	40,85%	36,18%	25,90%	30,66%

volumi medi. In condizioni di volumi di transazioni normali, ossia in accordo con l'ipotesi di un andamento normale di mercato (non influenzato da alcun evento esterno), questo valore è approssimabile a 0. Dunque, se l'esito dell'event study dovesse portare ad ottenere significativi incrementi degli abnormal volumes proprio in corrispondenza dell'inizio dell'evento studiato (in questo caso, l'introduzione dei Pir sul mercato), si potrà concludere che il lancio di tale strumento finanziario abbia avuto un impatto sul volume delle transazioni effettuate su determinati indici di mercato.

In particolare, è graficamente interessante valutare l'andamento (incremento o decremento) degli abnormal volumes nel tempo, attraverso una linea spezzata in grado di rappresentare i valori cumulati degli abnormal volumes delle transazioni. Tali valori sono determinati, in ogni intervallo di tempo considerato, attraverso la somma tra l'abnormal volume in quel periodo e tutti i precedenti. Così facendo si verifica efficacemente l'andamento delle transazioni ed è più facile "isolare" il segmento interessato dall'inizio dell'evento (introduzione Pir), per vedere se vi sono differenze significative.

3.8 Risultati event study

I risultati dell'event study sono in sintonia con quanto già emerso dal test sulla media e, di conseguenza, ne avvalorano e confermano i risultati.

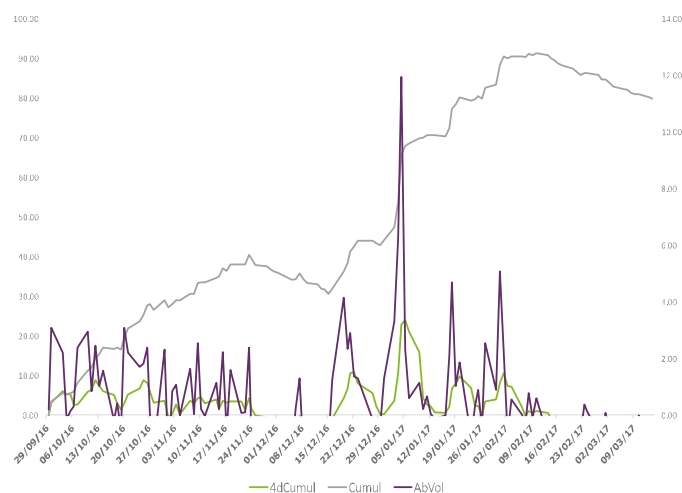
Attraverso il procedimento sopra menzionato (studio dell'andamento degli abnormal values delle transazioni), si è potuto individuare come vi sia un event fra il 1 gennaio 2017, data dell'entrata in vigore della normativa Pir, e il 5 gennaio 2017, periodo in cui molti fondi Pir sono stati introdotti sul mercato (o vi è stata la conversione a Pir *compliant* di fondi di investimento già esistenti).

L'event, che ha portato ad un incremento notevole e senza precedenti degli abnormal values, è ben visibile nel grafico sottostante. Infatti, la linea spezzata viola rappresenta gli

abnormal volumes "semplici", calcolati in corrispondenza dei vari periodi. Il picco maggiore si osserva proprio in corrispondenza del periodo analizzato (1-5 gennaio 2017, introduzione Pir dopo la normativa).

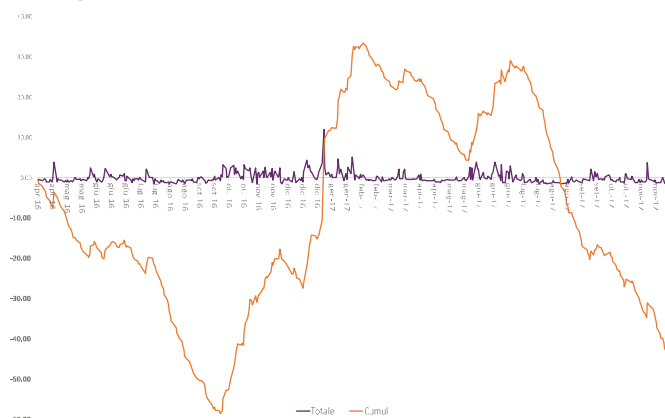
Nel grafico è riportata la linea dei valori cumulati in grigio (per ogni intervallo temporale, sommatoria degli abnormal volumes con tutti i precedenti), la quale si mostra in costante crescita, segno di un aumento generale delle transazioni negli indici studiati, nonostante qualche "calo" sparso. Tuttavia, in corrispondenza del picco della linea viola (incremento più significativo negli abnormal volumes semplici, non cumulati), anche la spezzata dei valori cumulati ha un incremento quasi verticale, che non viene mai eguagliato nel periodo studiato.

Di nuovo, questo è riscontrabile esattamente durante il periodo 1-5 gennaio, immediatamente "sensibile" all'introduzione dei Pir. Inoltre, è importante sottolineare come non vi sia stata un'anticipazione del mercato, infatti l'evento coincide perfettamente con l'entrata in vigore di questi fondi. Dato significativo perché, per gli addetti al settore, l'arrivo dei Pir era cosa tutt'altro che inaspettata. Si potrebbe ora aprire una questione sull'efficienza dei mercati di competenza dei Pir, perché in una situazione di efficienza questa normativa sarebbe stata anticipata ed incorporata anteriormente all'effettiva entrata in vigore della legge, oppure, capire se le aspettative non impattino e a livello pratico sia di interesse solo l'acquisto



delle azioni. La mancata anticipazione del mercato potrebbe essere spiegata dal fatto che gli operatori economici non avevano, sin da subito, apprezzato le potenzialità dei PIR. Il successo in termini di raccolta dei PIR infatti ha superato le più rosee aspettative del MEF e degli operatori del settore.

Utile anche commentare il seguente grafico che riporta una linea viola, rappresentativa dei volumi giornalieri delle transazioni sull'Aim, e una rossa, che rappresenta invece i volumi Aim cumulati. Nuovamente, è possibile osservare come l'ingresso sul mercato di questo nuovo strumento finanziario sia stato un event significativo su questo piccolo mercato, aumentando i volumi delle transazioni giornaliere e portando al picco più rilevante del grafico.



3.9 Conclusioni

L'analisi statistica sopra proposta è stata inserita col fine di avvalorare e caratterizzare i molteplici dati esposti nel corso della ricerca e per dimostrare l'effettivo impatto che l'introduzione dei Pir ha avuto fino ad oggi sui relativi mercati di interesse.

In primis, è stata eseguita l'analisi del mean test per calcolare la progressione degli andamenti dei mercati; così da mettere in luce l'effetto positivo che, come previsto ed auspicato, l'introduzione di questi strumenti ha causato. L'Aim ha registrato un esponenziale aumento del +338%, valore però influenzato dalle piccole dimensioni di questo mercato, che, quindi, ha risentito in maniera

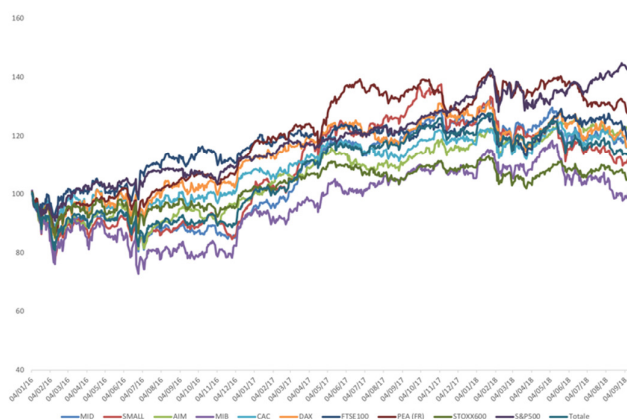
corposa, se non sproporzionata, dell'introduzione dei Piani individuali di risparmio. Aumenti consistenti sono, però, stati registrati anche dal FTSE Italia SMALL e MID Cap, i quali hanno subito un incremento nei volumi scambiati rispettivamente del +40% e del +35%. Per verificare che la crescita dei volumi di questi mercati sia stata effettivamente merito dei Pir, si sono analizzati gli andamenti di altri mercati, non di particolare interesse per la normativa, così da confrontare i relativi trend di crescita. Il risultato emerso, consistente in un andamento nettamente superiore per i mercati di interesse dei Pir rispetto agli altri, comprova la tesi sopra esposta. Inoltre, sia sull'Aim che sullo SMALL, in corrispondenza dell'introduzione della normativa, si è verificata una riduzione del rapporto deviazione standard rispetto alla media, prova del fatto che i Pir hanno contribuito a rendere questi mercati più efficienti, in concomitanza con l'incremento dei volumi scambiati.

In secondo luogo, l'andamento, in aumento, della mediana, dei valori di minimo e di massimo e dei quartili, in relazione agli stessi tre mercati, mostra sia una conferma che un quadro più completo e approfondito della crescita successiva all'entrata in vigore dei Pir. Infine, per un'ulteriore verifica, si è voluto analizzare se un determinato evento avesse impattato in maniera netta i mercati e se questo coincidesse con l'introduzione della normativa. Si è, quindi, svolto l'event study, che ha confermato le conclusioni del test sulla differenza della media, evidenziando un evento fra l'1 e il 5 gennaio 2017, momento in cui molti dei fondi Pir sono stati creati o resi *compliant*, evidenziando così una mancata anticipazione normativa da parte del mercato, la quale non avrebbe sottolineato un event in modo marcato a ridosso dell'introduzione legislativa degli strumenti. In alternativa, come già trattato in precedenza, è possibile che le aspettative non impattino il mercato, ma questo avvenga solo all'effettivo acquisto delle azioni.

L'identificazione dell'evento con l'introduzione della normativa, insieme al mean test, alla mediana e alla standard deviation, attribuiscono e confermano l'effetto positivo dei Pir sui mercati di competenza, fornendo dati empirici.

3.10 Analisi statistica sui prezzi

Per un quadro di analisi più completo sull'impatto della normativa Pir a livello statistico, è sicuramente interessante osservare e raffrontare l'andamento dei prezzi dei più importanti indici nazionali ed europei (in aggiunta all'S&P500).



Osservando il grafico, si nota come gli indici riportati presentino un andamento simile - essi risultano infatti fortemente correlati. Osservando la tabella possiamo infatti notare come i principali indici europei raggiungano correlazioni vicine al 90%. Così come nel resto dell'analisi, gli indici di riferimento per lo studio sono, anche in questo caso, Aim, SMALL e MID. Di particolare interesse è il fatto che tali indici siano maggiormente correlati con lo STOXX600 piuttosto che tra di loro (in particolar modo l'Aim).

Focalizzando la nostra analisi sugli indici italiani, nel grafico possiamo osservare l'andamento (sempre su base 100, posta al primo gennaio 2016) di Aim, SMALL, MID e MIB. È anche qui abbastanza evidente la correlazione, soprattutto per quanto riguarda il livello dei prezzi - il core della nostra analisi.

Concentrandosi sulla seconda metà del grafico, si evidenzia come, rispetto al 2016, diversi indici abbiano avuto un rendimento positivo, con valori finali che si attestano tra il 105 ed il 125. Il dato ancora più interessante è relativo al momento in cui inizia lo sviluppo di questo trend positivo. Da inizio dicembre, infatti, sembra che ci sia stata una corsa che non si è interrotta fino ai giorni attuali, con forti impennate su tutti e quattro gli indici osservati.



È utile analizzare tale trend con strumenti più specifici: interessante è appunto osservare la distribuzione nei due anni - che conferma quanto ipotizzato sulla base dei risultati della precedente analisi dei volumi scambiati. Concentrandosi, invece, sul 2018, sembra che i prezzi stiano piano piano andando a "stabilizzarsi" sempre di più. I dati, infatti, sono in linea con il trend dei mesi precedenti ma con una volatilità decisamente inferiore.

Osservando le tabelle di cui sotto, la crescita dei prezzi risulta ancora più evidente, in particolar modo su Aim, MID e SMALL. L'indice SMALL non è mai sceso al di sotto del massimo dell'anno precedente, il MID e l'Aim poche volte (rispettivamente del 3% e 1%). La mediana si è spostata fortemente, con crescite tra il 20% ed il 38%.

Sul MIB la crescita è forte, ma leggermente meno marcata; il minimo si è spostato comunque all'82esimo percentile della distribuzione e la mediana è cresciuta circa del

23%. Tuttavia, gli estremi della distribuzione non sono mutati notevolmente.

La crescita segnalata sugli indici italiani è comune alla maggior parte dei indici europei: sarebbe riduttivo attribuire questo trend positivo solo all'effetto dei Pir, soprattutto contestualizzando l'andamento dei mercati italiani con quelli europei.

Nonostante numerosi eventi internazionali che hanno fortemente impattato sulle *stock* di tutta Europa, un confronto delle tempistiche fa emergere la concomitanza tra l'inizio della crescita sui mercati e l'approvazione della normativa Pir; quindi è possibile sottolineare una correlazione tra questi elementi.

AIM

	2016	2017	2018		
Min	810,5	996,1	1135,6	99%	66%
Q1	900,9	1077,8	1186,4	100%	100%
Med	919,8	1104,9	1213,5	100%	100%
Q3	946,12	1140,4	1230,2	100%	100%
Max	1002,3	1187,9	1264,5	100%	100%

Small

	2016	2017	2018		
Min	14660,1	19099,4	20860,8	100%	21%
Q1	16586,7	21934,9	21899,7	100%	24%
Med	16923,7	23430,8	22717,8	100%	31%
Q3	17252,6	23990,9	23283,9	100%	46%
Max	19060,8	26156,9	25378,3	100%	89%

MID

	2016	2017	2018		
Min	27547,3	32544,5	38921,6	97%	33%
Q1	29773,8	37752,2	41096,8	100%	69%
Med	30491,6	40166,3	41667,2	100%	72%
Q3	31297,2	41730,2	42571,7	100%	82%
Max	34223,4	43929,9	45151,6	100%	100%

MIB

	2016	2017	2018		
Min	15103,6	18590,7	20269,5	82%	28%
Q1	16627,3	20077,1	21787,2	98%	65%
Med	17187,2	21308,9	22347,1	100%	81%
Q3	18205,2	22189,9	23165,6	100%	100%
Max	20983,2	23046,1	24544,3	100%	100%

Impatto dei Pir sulle PMI Italiane

4.1 Analisi del mercato italiano delle Pmi

L'introduzione di questi nuovi strumenti destinati al retail favorisce le Pmi, poiché, da un lato, facilita l'accesso di queste ultime al mercato dei capitali e, dall'altro, stimola la sottoscrizione di capitale di rischio. Entrambi gli effetti aiutano lo sviluppo delle imprese nel medio lungo termine: le società che raccolgono più capitali hanno empiricamente tassi di crescita del fatturato più alti degli altri competitor operanti sui medesimi settori, un migliore livello di occupazione sia in termini quantitativi che qualitativi, una crescita molto più veloce sul lato della ricerca e sviluppo e maggiori possibilità di compiere acquisizioni (di adottare, dunque, strategie più aggressive, che rendono le imprese più competitive anche a livello internazionale).

I Pir contribuiscono ad incrementare la domanda nei segmenti di mercato dedicati ai titoli emessi da Pmi poiché creano un interesse specifico per questa particolare categoria, grazie all'appel dell'esenzione fiscale. Il forte impatto generato dai Pir ha determinato una politica di maggiore trasparenza da parte di Borsa Italiana nei criteri di quotazione che, a sua volta, ha rassicurato maggiormente gli investitori e favorito la raccolta di capitali; è possibile evidenziare il circolo virtuoso creatosi grazie al dinamico dialogo tra domanda e offerta rafforzando la credibilità generale del segmento.

Le Pmi rappresentano il 99% delle imprese italiane e occupano l'80% della forza lavoro nel settore industriale e dei servizi. Quest'ultimo si caratterizza per la forte presenza di microimprese e per una spiccata specializzazione produttiva nel campo manifatturiero. In altre parole, se il ruolo delle Pmi è importante per l'Europa, in Italia diventa ancor più decisivo.

Attualmente, le modalità di finanziamento delle Pmi italiane sono eccessivamente squilibrate verso il debito bancario, che ha subito una tendenza al ribasso dovuto al *credit crunch* causato dalla crisi finanziaria. Inoltre, il ricorso al capitale di rischio è troppo limitato. In Italia, i finanziamenti alle imprese

rappresentano il 63% del totale dei finanziamenti bancari, contro una media europea che non supera il 50%.

Le imprese sono solite affrontare difficoltà per l'accesso al credito, dovuto a rigide politiche da parte dell'offerta. La percentuale di aziende italiane di piccole e medie dimensioni che hanno riscontrato un peggioramento nell'accesso al credito ha toccato il valore massimo in corrispondenza dell'inizio della crisi (43%); successivamente si è ridotta fino a raggiungere il 20% all'inizio del 2010 e ha mostrato un nuovo incremento nel 2011. Dato che rappresenta un grave problema, ma che diventa ancora più preoccupante se osservato con prospettiva europea.

A fronte della riduzione del fabbisogno finanziario per investimenti, durante la crisi, le erogazioni nette di prestiti bancari, che rappresentano la principale fonte di finanziamento delle imprese, si sono fortemente ridimensionate.

Successivamente, le condizioni di accesso al credito sono migliorate per tutto il 2016. A testimoniarlo sono circa un quinto delle imprese, le quali ritengono che le condizioni di accesso al credito siano migliorate nel corso dell'anno. È ulteriormente diminuita la quota di imprese che si sono viste negare un finanziamento, scesa al 14%, rispetto al 36% nel 2012.

Nel 2017 la situazione è invece rimasta invariata. Si è ridotta la quota di imprese interessate a indebitarsi, anche a causa di un aggravio di condizioni, soprattutto tra quelle che operano nel settore privato. Rispetto al 2015, è aumentata la quota di imprese richiedenti nuovi finanziamenti; questi ultimi sono stati negati del tutto o in parte solo nel 29% dei casi, contro il 45% del 2015; tra le imprese impegnate nella sola edilizia privata, la quota di dinieghi, totali o parziali, è scesa dal 64% al 20%.

L'alto livello di indebitamento cresciuto negli anni e la scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento rendono le Pmi molto

vulnerabili e sottoposte ad una tensione finanziaria che non le agevola. Si genera una sorta di circolo vizioso che porta all'ulteriore riduzione del credito: le banche diventano ancora più prudenti e selettive nel concedere prestiti e cedono a condizioni meno favorevoli facendoci tornare al primo fondamentale problema delle Pmi. Si riscontra una relazione tra il "nanismo" delle imprese italiane e le loro fonti di finanziamento: le banche finanziano principalmente la spesa corrente e sono meno propense a erogare prestiti per gli investimenti nella crescita nel medio-lungo termine. Tale problematica può essere ovviata solo immettendo più capitale di rischio nel sistema; questa fonte di finanziamento "paziente" risulta infatti più capace di sopportare i rischi e le perdite nel medio-lungo termine. La particolare composizione del passivo è una caratteristica esclusivamente italiana che ha determinato nel corso del tempo una serie di politiche volte a fornire canali innovativi di finanziamento, il più recente tra questi è costituito proprio dall'ingresso dei Pir. È importante contestualizzare la situazione italiana, per quanto riguarda le fonti di finanziamento per le imprese. In Italia, il 90% deriva dal sistema bancario e il 10% dal mercato dei capitali; situazione opposta quella degli Stati Uniti e dell'Inghilterra dove l'80% deriva dai mercati dei capitali e il 20% dal sistema bancario.

4.2 Requisiti di quotazione per le Pmi

La segmentazione delle imprese italiane e la successiva decretazione dello status di Pmi è svolta seguendo diversi requisiti:

- il numero dei dipendenti, che deve essere inferiore ai 250 occupati;
- il fatturato annuo, che non deve superare i 50 milioni di euro;
- il totale di bilancio annuo, inteso come il valore dei principali attivi di un'impresa, che non deve superare i 43 milioni di euro.

Per essere considerata una Pmi, è obbligatorio soddisfare il criterio del numero di dipendenti, mentre il requisito del fatturato può essere

adottato in alternativa a quello del totale di bilancio, e viceversa. Questa elasticità nella definizione è finalizzata a trattare in modo equo le Pmi che svolgono diversi tipi di attività: le imprese che operano nel settore del commercio e della distribuzione presentano, per loro stessa natura, un fatturato più elevato rispetto a quelle del settore manifatturiero.

Confrontando le soglie stabilite dai tre criteri dimensionali, è possibile effettuare un'ulteriore segmentazione all'interno delle Pmi stesse:

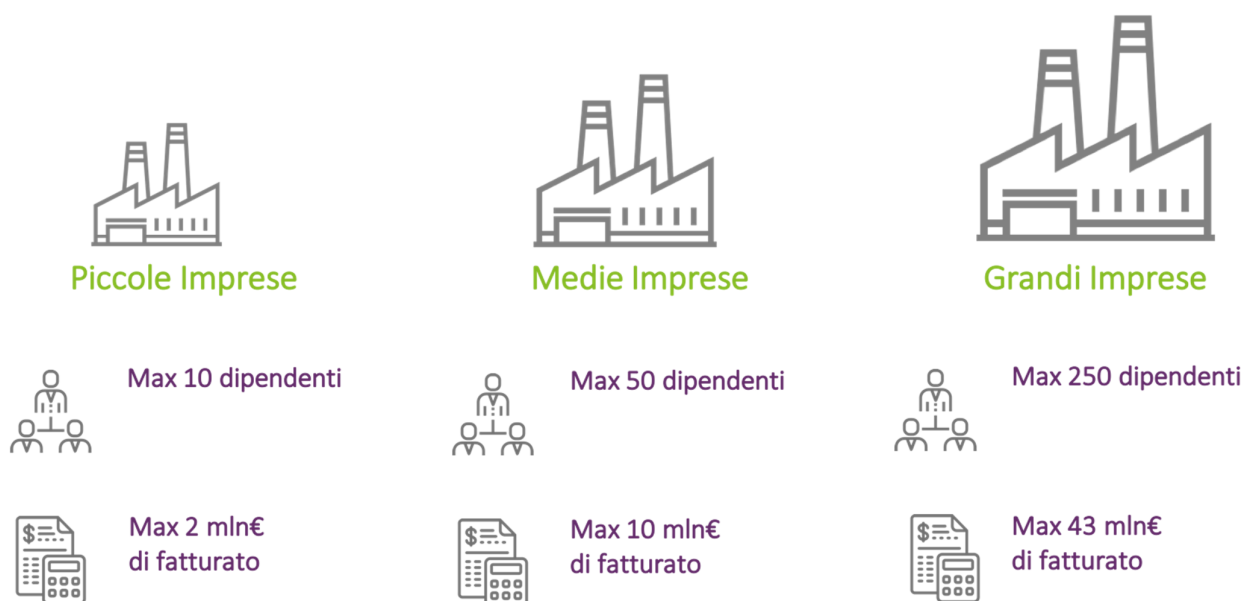
- Microimprese: con meno di 10 occupati e che realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro;
- Piccole imprese: con meno di 50 occupati e che realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro;
- Medie imprese: con meno di 250 occupati e che realizzano un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

Una volta definiti i criteri che rendono un'impresa una Pmi, si possono analizzare le diverse opzioni cui queste possono ricorrere, in termini di mercati di sbocco, tra cui queste ultime possono scegliere quando decidono di quotarsi in Borsa.

Innanzitutto, è necessario sottolineare che le Pmi (aventi Mkt Cap inferiore a 500 milioni di euro) rappresentano oggi il 68% delle società italiane quotate. Di fatto la Borsa è, per le Pmi, la soluzione per finanziare la crescita, aumentare la capacità competitiva, diversificare le fonti di finanziamento, aumentare la forza contrattuale con fornitori e clienti, agevolare il passaggio generazionale e attrarre risorse qualificate.

I mercati di Borsa sui quali possono quotarsi le Pmi sono:

- MTA – Mercato telematico azionario: mercato principale di Borsa Italiana, per imprese di media e grande capitalizzazione, allineato ai migliori standard internazionali,



così da consentire la raccolta di capitali provenienti da investitori istituzionali, professionali e privati. Su questo mercato, generalmente, sono quotate quelle società che operano in settori tradizionali, con una consolidata quota di mercato e che presentano risultati economico-finanziari positivi per un non indifferente periodo di tempo. I requisiti formali, in fase di IPO, richiesti per la quotazione nel MTA sono il 25% di flottante, offerta istituzionale/retail, e almeno 40 milioni di euro di Market capital.

- **STAR** – Segmento titoli con alti requisiti: rivolto alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro. Ha la finalità di valorizzare le aziende eccellenti – che rispettano i requisiti in termini di liquidità, trasparenza e comunicazione e corporate governance – attraverso servizi di visibilità forniti da Borsa Italiana e un maggior riconoscimento da parte degli investitori rispetto alle altre quotate di dimensioni paragonabili. I requisiti formali, in fase di IPO, richiesti per la quotazione nello STAR sono il 35% di flottante, offerta istituzionale/retail, almeno 40 milioni di euro di Market capital e non più di 1 miliardo.

- **Aim Italia** – Mercato alternativo del capitale: dedicato alle Pmi ad alto potenziale di crescita, finalizzato a fornire a queste ultime l'accesso,

in modo efficiente, a investitori focalizzati sulle small cap. Questo mercato è stato registrato nel 2017 dalla CONSOB come “SME Growth Market”, secondo quanto previsto dalla normativa MiFID II, il cui obiettivo è creare un ambiente favorevole per l'accesso delle Pmi al mercato di capitali. Questa qualifica di “mercato di crescita” permetterà ad Aim Italia di beneficiare delle future iniziative regolamentari, emanate a livello europeo, dedicate a questa categoria di mercati, oltre ad incrementare la visibilità delle imprese quotate sullo stesso. Aim Italia si pone con un approccio equilibrato tra le esigenze delle imprese e quelle degli investitori, permettendo sia una modalità di quotazione più rapida e flessibile per le imprese, che un'elevata trasparenza per la tutela degli investitori. Questo equilibrio è garantito dal presidio di un operatore specializzato, il Nomad, che può essere rappresentato da banche d'affari, intermediari o società che operano prevalentemente nella corporate finance e che rispondono ai criteri di ammissione individuati dal Regolamento di Borsa Italiana. Gli attori, oltre al Nomad, protagonisti del processo di quotazione delle Pmi sono: i consulenti legali, le Società di revisione, le Società di comunicazione e gli *Investor relator*. I requisiti formali, in fase di

IPO, richiesti per la quotazione nell'Aim sono: i) flottante minimo pari al 10%; ii) bilancio(se esistente) certificato da una Società di Revisione; iii) adozione dei principi contabili italiani, americani o internazionali, iv) offerta indirizzata principalmente ad investitori istituzionali; v) possesso del "documento di ammissione" vi) scelta di Nomad come principale *advisor*; vii) sito web obbligatorio. Nessun requisito è invece richiesto in termini di capitalizzazione di mercato.

4.3 Pmi d'interesse per i Pir

Il Pir, come in precedenza specificato, deve essere composto, per il 21% del suo totale, da obbligazioni, azioni o altre forme di investimento diretto su imprese non comprese nel FTSE MIB e appartenenti sia al MTA di Borsa Italiana che all'Aim, proprio con la finalità indiretta di indirizzare finanziamenti alle Pmi nazionali. Al fine di identificare, in modo più immediato, le Pmi destinatarie dell'investimento dei Pir, a giugno 2017, FTSE Russel, società del gruppo LSE che comprende Borsa Italiana, ha creato sei nuovi indici:

- FTSE Italia Pir Pmi All Index
- FTSE Italia Pir Mid Small Cap Index: al fine di essere incluse in questi indici, tutte le azioni quotate su MTA sono soggette a un test di liquidità
- FTSE Italia Pir Pmi Plus Index: individua le 80 azioni più capitalizzate e liquide tra quelle dei panieri di FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap
- FTSE Italia Pir STAR Index: ha la finalità di mostrare le 40 azioni più capitalizzate e liquide del paniere FTSE Italia STAR (il segmento di MTA dedicato alle Pmi che accettano più stringenti requisiti in tema di flottante, trasparenza e corporate governance)
- FTSE Italia Pir Benchmark Index
- FTSE Italia Pir Benchmark STAR Index

Gli indici FTSE Italia Pir coprono tutti i segmenti dei mercati azionari di Borsa Italiana, applicando i requisiti di diversificazione previsti dalla disciplina Pir. Tutte le azioni

incluse negli indici FTSE Italia Pir, ad eccezione delle azioni Aim Italia dell'indice FTSE Italia Pir Pmi All, sono state sottoposte a un test di liquidità minima. Prima dell'introduzione di tali indici, il FTSE Italia rappresentava il mercato azionario e considerava anche azioni che non rientravano nei requisiti della disciplina Pir. Quindi, dopo l'entrata in vigore di questo nuovo strumento finanziario, è nata la necessità di ristrutturare adeguatamente il set di indici a disposizione degli investitori, così da descrivere le Pmi italiane che possono essere incluse nei Pir e mettere in luce le azioni delle Pmi dotate di buoni parametri di liquidità e capitalizzazione.

Con l'introduzione dei Pir sul mercato finanziario, Aim Italia ha riscontrato una significativa crescita della liquidità, pari a 1,7 miliardi di euro, e la nascita di oltre 50 nuovi fondi Pir dedicati alle Small Cap, supportando sempre più le Pmi italiane quotate. Le small cap italiane, inoltre, ha rilevato ancora Equita, hanno registrato una performance migliore a quelle europee del 13% circa nel corso del 2017. Si pensa che questo contesto possa innescare una corsa alla quotazione per quelle piccole-medie imprese non ancora presenti in Borsa. In questo modo, società con fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro potranno permettersi di entrare in Borsa, contribuendo alla crescita del mercato azionario delle Pmi ad alto potenziale di crescita, Aim Italia, e aumentando l'offerta di imprese su cui è possibile investire mediante i Pir.

Attualmente solo 225 su 140.362 piccole-medie imprese italiane (secondo una stima AdnKronos, sono 9.000 le Pmi che al momento hanno i requisiti per essere considerate quotabili) sono quotate in Borsa; quindi una consistente percentuale di Pmi nazionali, non ancora quotata, potrebbe sfruttare l'agevolazione economica, apportata dalla nuova Legge di Bilancio, e l'aumento della domanda di azioni di Pmi proveniente dai Pir, per entrare sul mercato di capitali. Si stima che questa agevolazione consentirà almeno 160 nuove quotazioni in Borsa nel triennio 2018-2020, facendo raggiungere ad Aim Italia una

capitalizzazione di mercato di 16 miliardi e un ammontare di società quotate pari a 300.

4.4 Analisi della percezione delle Pmi

Specularmente rispetto alle prospettive di investimento offerte ai privati italiani dai Pir, il nuovo strumento rappresenta dunque un'opportunità di crescita considerevole anche per le Pmi. Il momento storico nel quale si inserisce è peculiare a causa delle sfide rilevanti che le piccole e medie imprese si ritrovano ad affrontare per via della necessità di digitalizzazione, di internazionalizzazione e di innovazione di prodotto e di processo.

La criticità di finanziamento in cui sono incorse le Pmi italiane è stata anche dovuta alla stretta creditizia attuata dagli istituti bancari negli anni della crisi, i quali hanno preferito sostenere le imprese più grandi e solide, con maggiore redditività e minori sofferenze. Tuttavia, grazie all'innovazione tecnologica e legislativa sono nati altri canali, come evidenziato nei paragrafi precedenti, che possono essere considerati paralleli al credito tradizionale e che, insieme ai Pir, vanno a costituire la cosiddetta "finanza alternativa", a supporto delle imprese nazionali di più piccole dimensioni. Nondimeno, per rendere i Piani individuali di risparmio uno strumento idoneo alla soddisfazione di queste necessità, oltre che da parte degli investitori, deve esserci un'attenzione adeguata da parte degli intermediari nel processo di screening delle Pmi più meritevoli e adeguate, considerato l'alto rischio di ammettere ai mercati imprese, non meritevoli di credito bancario, ma necessarie al mercato borsistico, al fine di impiegare la liquidità in eccesso. Il reinvestimento della liquidità, già nel 2017, ha permesso un aumento degli scambi del 517%, con società che hanno superato il 300% di performance.

Di conseguenza, dal punto di vista delle Pmi, si possono facilmente individuare le caratteristiche che le stesse devono dimostrare per poter ottenere finanziamenti attraverso questo nuovo strumento. Il primo

risultato sarebbe quindi la strutturazione di processi capaci di rendere maggior responsabile la governance, legata alla soddisfazione di investitori retail, interessati dunque al rendimento. Alle imprese già quotate è tendenzialmente richiesto che abbiano una visione di medio-lungo periodo capace di concretizzare le prospettive di investimento attraverso progetti ben definiti che possano attirare l'attenzione degli investitori. Nel caso delle imprese non quotate, si conferma quanto detto per quelle quotate ma in modo più incisivo: è sostanzialmente necessario un processo di evoluzione dell'attuale conformazione delle Pmi italiane, volta alla costituzione di maggior consapevolezza delle possibilità di investimento, al fine di poter agire attraverso strategie di crescita più strutturate e trasparenti agli occhi dei propri finanziatori.

Nel concreto, le Pmi, dalla quotazione in Borsa, trarrebbero vantaggi innanzitutto finanziari: la definizione di una struttura finanziaria solida e una diversificazione delle fonti di finanziamento. Un altro aspetto importante riguarda la credibilità che lo status di azienda quotata assicura nei confronti di clienti, fornitori e della comunità economica e finanziaria, che in molti settori si traduce in nuove opportunità di business. La quotazione regala anche molta visibilità, non solo all'interno del proprio settore, ma anche nella più ampia comunità imprenditoriale e finanziaria.

Nonostante questi sopracitati motivi, le Pmi italiane continuano a non osannare la quotazione in borsa per diversi motivi, che vanno dagli elevati costi e notevoli complicità della quotazione in sé, alla diffusa assenza di propensione al mercato borsistico dovuto ad un forte attaccamento alla tradizione familiare dell'impresa, passando per una consistente paura di perdere il controllo della propria azienda attraverso la quotazione.

La portata di questo strumento innovativo per lo scenario italiano è rilevante per la creazione di un meccanismo di canalizzazione delle

risorse finanziarie verso l'economia reale, in particolare per la crescita delle Pmi. Tale sistema opera su più livelli: per le imprese può rappresentare una svolta, anche culturale, nella gestione finanziaria, perché permette di diversificare – come già detto in precedenza – in maniera importante le fonti di finanziamento, sostituendo parte del capitale di debito con capitale di rischio. I vantaggi che si possono trarre dal mercato dell'equity, rispetto a quello di debito sono numerosi, ma spesso sottovalutati dagli imprenditori. In particolare, da un punto di vista finanziario, l'equity non deve essere ripagata allo stesso modo di un debito e non matura interessi: questo non crea la necessità di avere flussi di cassa in uscita; inoltre, si evita di rilasciare garanzie reali molto spesso richieste dai finanziatori.

Nonostante gli incentivi per la quotazione e i buoni numeri fatti registrare nel 2017 in fatto di IPO dalle aziende italiane, è indubbio che la percezione generale nei confronti della Borsa e quindi, in prima persona, della quotazione sia vista ancora con lieve apprensione.

Oggi le condizioni dei mercati di Borsa sono sicuramente più favorevoli per le Pmi rispetto al passato sia in termini di liquidità che di costi di transazione; dall'altro lato, è una valida occasione per i risparmiatori di diversificare il loro portafoglio indirizzando i loro capitali in investimenti su aziende italiane e contribuendo allo sviluppo delle stesse; infine, per gli intermediari, tale strumento rappresenta l'opportunità di rendersi meno dipendenti dal risultato dell'attività creditizia. L'introduzione dello strumento è stata accolta con l'entusiasmo e la fiducia necessaria ad abbassare l'attenzione sulla situazione politica italiana da parte dei gestori. È opinione diffusa che i Pir siano un'iniziativa intelligente per rimuovere il premio al rischio della illiquidità su piccole e medie aziende, per favorire la loro rivalutazione ed attirare maggiori capitali; tuttavia, essendo uno strumento nuovo nello scenario italiano, esistono margini di crescita anche rispetto all'evoluzione che strumenti simili hanno avuto negli altri Paesi europei. Un

altro vantaggio riscontrato è quello dato dal fatto che i Pir spostano una parte degli investimenti dal risparmio amministrato al gestito, legando il risparmio fiscale all'orizzonte temporale medio-lungo dell'investimento.

4.5 Analisi delle IPO

Si ritiene rilevante, ai fini di un'analisi dell'impatto dei Pir sulle Pmi, studiare come questi strumenti abbiano influenzato il rapporto tra queste imprese e la Borsa. In quest'ottica, si considerano in questo paragrafo i dati, con focus sulle IPO, riguardanti i mercati Aim, MTA e MIV, nei quali, come detto, si quotano le Pmi.

AIM

È un mercato che raccoglie 103 imprese quotate, che hanno un giro d'affari di 4,3 miliardi di euro, e capitalizza 7,4 miliardi di euro: l'identikit dell'azienda quotata sul mercato AIM Italia di Borsa Italiana prevede ricavi da 43 milioni di euro, EBITDA margin 2017 al 13%, capitalizzazione media di 43 milioni di euro, flottante medio da IPO pari al 23%, raccolta media a 8,2 milioni di euro. A dicembre 2017, la capitalizzazione di mercato era di 5,3 miliardi di euro (a dicembre 2016 era di 2,9 miliardi), e sono risultati raccolti in IPO 2,3 miliardi. Di questi il 93% (2,2 miliardi) con OPS, cioè offerta pubblica di sottoscrizione, e il 7% (0,1 miliardo) con OPV, offerta pubblica di vendita.

Le ammissioni nel 2017, dall'introduzione dei Pir, sono state 26, di cui 24 IPO, seguite da altre 10 nei primi mesi del 2018. Il dato in sé non dice molto, ma assume significato se confrontato con la media degli ultimi anni (dal 2009), che è di 8,8 IPO all'anno. Più che concomitante, l'introduzione dei Pir sembrerebbe esserne la causa determinante, secondo un test di Wilcoxon dal quale emerge che la probabilità che l'evento sia dovuto a fattori casuali, e non ai Pir, è dello 0,11%.

Inoltre sono stati raccolti, con le IPO del 2017, 1,3 miliardi di euro (di cui 1,1 miliardi tramite

SPAC e 189 milioni direttamente dalle Pmi), con una capitalizzazione media di mercato all'IPO di 81,4 milioni di euro e un ammontare medio raccolto all'IPO di 54,6 milioni. Per avere dei dati più rilevanti, è opportuno, ancora, confrontarli con quelli degli anni precedenti: il picco del passato, relativamente a questi dati, si registra nel 2015 per la capitalizzazione media di mercato all'IPO (52,1 milioni) e nel 2016 per l'ammontare medio raccolto all'IPO (13,4 milioni).

Risulta, poi, in crescita anche la liquidità del mercato, dall'introduzione dei Pir: il controvalore medio giornaliero scambiato, che era a 24mila euro nel 2016, è quintuplicato a 120mila nel 2017, ed era già salito a 139mila nel giugno 2018. Il 15% delle società quotate su AIM Italia ha ricavi inferiori a 5 milioni di euro, mentre il 12% fattura tra 5 e 10 milioni di euro. Le PMI presenti su questo mercato danno lavoro a circa 20mila dipendenti (243 il dato medio, 95 il dato mediano), con una crescita del 12% rispetto al 2016. Il 2018 ha visto crescere le società che hanno pagato un dividendo, a quota 30, con una crescita del 30% sul 2017. Valore complessivo delle cedole 60,6 milioni di euro (+59% dal 2017), il dividendo lordo medio è pari a 21 centesimi per azione, con un *payout ratio* medio del 56%. Il *dividend yield* medio è pari al 2,7%.

Sul mercato ci sono 102 investitori istituzionali, in netta maggioranza esteri: 25 italiani (pari al 24%) e 77 esteri (76%). Investimento complessivo pari a 720 milioni di euro, il 10% della capitalizzazione del mercato AIM Italia, valore medio dell'investimento complessivo è pari a 7,1 milioni di euro, valore mediano è pari 1,7 milioni di euro. L'investitore più presente è Mediolanum Gestione Fondi SGR, con 102,4 milioni di euro e un numero di società partecipate pari a 53.

Infine, una performance positiva generale del mercato è riflessa dai valori dell'indice FTSE Aim Italia, che registra un +26%, contro il -16% del 2016. La capitalizzazione di tale mercato risulta essere 633.876 a dicembre 2017 per passare a 598.474 in agosto 2018 e arrivare a 610.293 nel settembre 2018.

MTA

Le società quotate in questo mercato sono 241, di cui 132 Pmi. Nel 2017 il mercato ha visto l'ammissione di 11 società, di cui 7 quotazioni. Nonostante un incremento rispetto al 2016 (con 3 quotazioni), non si può registrare un trend significativamente positivo, soprattutto se si considerano i numeri del 2015, che rivelano 8 quotazioni. Dunque la tendenza risulta piuttosto stabile e non influenzata dai nuovi strumenti. Più in astratto, questo mercato può dirsi meno dinamico e, anche per questo, meno adatto alla quotazione di Pmi. A tal riguardo si noti che le IPO su MTA nel triennio 2015-2017 sono state 18, mentre su Aim, solo nel 2017, sono state 22. Dunque, anche se più sostanziose (2,3 miliardi di euro raccolti in IPO su MTA contro 1,3 miliardi raccolti su Aim), numericamente molto inferiori.

Concludendo, MTA risulta un mercato che non è stato influenzato dall'introduzione dei Pir, non adatto alle Pmi in procinto di quotarsi in questo momentum dato dalla spinta finanziaria e patrimoniale dei Pir.

MIV

Le società quotate sul Mercato degli Investment Vehicles sono in totale 6, di cui 4 sono Pmi. Il mercato MIV è stato creato con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica. Diverse sono le tipologie di società che si possono quotare sul MIV, ma le SPAC, Special Purpose Acquisition Companies, sono quelle di maggior interesse nel contesto delle IPO. Le SPAC sono società quotate sul mercato MIV che hanno solo cassa, come dei grandi portafogli, nate con l'unico scopo di raccogliere capitale per effettuare operazioni di fusione e/o acquisizione di aziende target, che a loro volta si troveranno quotate in Borsa. Nel 2017, dei 1,3 miliardi raccolti sul mercato Aim, l'84% - ovvero 1,1 miliardi - sono stati raccolti tramite le SPAC; inoltre la capitalizzazione media di un IPO tramite SPAC ammonta a 135 milioni, quasi tre volte

superiore al market cap medio di un IPO di una Pmi. Oltre a permettere una maggiore capitalizzazione, le SPAC permettono alle Pmi di eludere il procedimento classico di quotazione e di accelerare il processo. Il grande interesse per le SPAC si dimostra anche dalla recente nascita delle SPAC 4, la nuova generazione di SPAC che ha raccolto 500 milioni e che si aspetta di tagliare il traguardo dei venti veicoli quotati in Borsa.

Seguendo la loro natura, queste società hanno permesso in questi anni un aumento del numero di quotazioni delle Pmi sulla Borsa Italiana, il che rende difficile discernere fino a che punto l'introduzione dei Pir abbia contribuito all'aumento degli IPO. I Piani individuali 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. I Pir, concretamente, raccolgono capitali da investitori, che hanno agevolazioni fiscali condizionate a orizzonti di investimento di cinque anni. Per quanto riguarda l'azionario, gli asset eligibili ai Pir sono contenuti in un panorama circoscritto alle Pmi. L'eccesso di investimento su un campione contenuto di titoli (nello specifico, 238) rischia di determinare l'incremento di valorizzazione, riducendone così le prospettive di performance. 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 al listino.

Dunque il numero di quotazioni sul mercato MIV è destinato ad aumentare sempre di più sia per la natura vera e propria delle SPAC, che per il recente grande interesse in queste.

La conclusione da trarsi è che i Pir hanno avuto un impatto sulle IPO, ed è stato un impatto significativamente positivo; il numero di Pmi che si sono avvicinate alla borsa quotandosi è aumentato rispetto agli anni precedenti, e il trend positivo sembra continuare a crescere. È opportuno osservare, però, che questo rilevante, seppur graduale, avvicinamento

delle Pmi alla Borsa è stato certamente favorito anche da altre misure più o meno contestuali all'introduzione dei Pir. Misure che hanno, in particolare, attenuato la portata dei quattro fattori che frenano in Italia la combinazione Pmi-Borsa.

In primo luogo sono sicuramente da citare due provvedimenti introdotti con la legge di bilancio 2018: il credito d'imposta del 50% sulle spese di consulenza necessarie alla quotazione, e la possibilità di emettere azioni a voto plurimo o maggiorato in fase di quotazione, al fine di poter diluire ulteriormente il capitale, così da avere un flottante adeguato, senza che ciò comporti la perdita della posizione azionaria di controllo. L'emissione di azioni a voto plurimo, regolata in ultimo dalla legge 116/2014, era infatti vietata alle società per azioni quotate, in ossequio al principio della contendibilità del controllo. Dalla stessa disciplina, era poi concessa solamente la possibilità di emettere azioni a voto plurimo prima delle quotazioni e di mantenerle dopo la stessa, per offrire al gruppo di comando che intende procedere alla quotazione la possibilità di "blindare" preventivamente la loro posizione da eventuali scalate ostili seguenti la quotazione. Allo stesso tempo, era prevista la possibilità per le Società per Azioni di introdurre, con modifica statutaria, azioni a voto maggiorato; non dunque una categoria speciale di azioni, ma un vantaggio (la corrispondenza non univoca tra numero di azioni e numero di voti esercitabili, fino ad un massimo di 2 voti per azione) conseguibile da qualunque socio, subordinato al soddisfacimento di requisiti di "fedeltà" (mantenimento ininterrotto della partecipazione per almeno 24 mesi).

In secondo luogo, mira a rimuovere l'ostacolo riguardante le complicità procedurali, la dinamicità dell'offerta di servizi di Borsa Italiana, e in particolare l'innovativa piattaforma ELITE, lanciata nel 2012. Si tratta di una piattaforma internazionale dedicata alle aziende più ambiziose e che aiuta e supporta

le stesse nei loro progetti di crescita, offrendo un accesso ad un network internazionale (*advisor*, investitori, esperti, imprenditori, istituzioni), fonti di finanziamento diversificate e un percorso di training dedicato. Ad Aprile 2018, ELITE registra 50 nuove aziende italiane provenienti da diverse regioni e che operano in 19 diversi settori tra cui Industria, Servizi, ICT e Healthcare a ulteriore conferma della capacità di ELITE di rappresentare l'economia reale. La community internazionale di ELITE raggiunge quota 828 aziende, di cui oltre 520 italiane, per oltre 60 miliardi di euro di ricavi e più di 290 mila dipendenti. Dall'analisi svolta sull'impatto di ELITE sulle aziende del programma dal loro ingresso risulta una crescita media del fatturato pari al 10%, una crescita media dei margini (EBITDA) del 9% e una crescita media del numero di dipendenti del 56%.

Infine, l'insieme di queste misure si combina e si muove verso l'obiettivo di risolvere l'ultimo freno alla quotazione: il gap culturale che in Italia separa le imprese dalla Borsa. Attraverso incentivi di carattere finanziario-tributario e burocratico, la legislazione e le istituzioni dimostrano di fornirsi mutuo supporto per rimuovere gli ostacoli sopra citati, nell'ottica più generale, già esplicitata più volte nel testo, di sollecitazione e sostegno all'economia reale, costituita in Italia dalle imprese di piccola e media dimensione.

4.6 Alternativa ai Pir: Basket bond

Far ripartire l'economia e così incrementare l'occupazione attraverso finanziamenti, generando un circolo virtuoso attraverso la finanza, è obiettivo del Governo – come si è potuto evincere – seguito a ruota da industriali e finanziari. A tal fine, oltre ai Pir, sono da poco stati creati i cosiddetti Basket bond, passo ulteriore verso l'*alternative financing* ancora troppo poco sfruttato nel Bel Paese.

Il primo Basket bond italiano è emesso da Banca Finint e prende il nome di Elite basket bond; coinvolge 10 società parte del mercato Elite di Borsa Italiana, che hanno collocato un

loro bond; la banca emittente ha, al termine dell'operazione, emesso un unico bond, la cui cifra è la somma dei singoli strumenti.

Questo bond è di fatto un *private placement*, con scadenza decennale e che garantisce un rendimento leggermente al di sotto del 4%. La peculiarità di questo strumento è, però, la mutua garanzia fornita dalle società emittenti, definita come *credit enhancement*, caratteristica che rende – entro certi limiti – tutte le società responsabili per le performance degli altri bond e, quindi, delle altre aziende. Il Basket bond allarga così gli orizzonti di finanziamento di realtà medio-piccole italiane, che attraverso questa mutua collaborazione ed unione riescono a immettere sul mercato uno strumento finanziario appetibile e garantito.

4.7 Analisi dell'effetto indotto

Al fine di avere un'overview più ampia dell'impatto dei fondi Pir *compliant* sull'economia del nostro paese, è indispensabile studiare come questi ultimi stiano influenzando sempre più alcune scelte compiute dai grandi operatori finanziari italiani. In particolare, questo capitolo tratterà l'effetto indotto dai Pir sulle grandi banche, sulle banche d'investimento e sulle Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) italiane.

Per quanto concerne le grandi banche italiane, l'effetto-Pir è sicuramente molto più visibile rispetto a tutti gli altri operatori e intermediari finanziari del Paese.

Infatti, oltre ad aver fatto quasi tutte ingresso nel mercato di questi strumenti (avviando uno o più fondi Pir *compliant*), le principali banche italiane, e i loro titoli, sono anche i principali destinatari delle risorse economiche raccolte tramite i Pir. Infatti, analizzando la composizione dei principali fondi Pir (pubblicata con cadenza mensile da alcune banche e SGR), è evidente come tra i primi 10 titoli per quota d'investimento figurino quasi esclusivamente società appartenenti al FTSE

MIB e, in particolare, società operanti nel settore finanziario.

Ad esempio, tra i primi 10 titoli detenuti dal fondo Pir Anima Crescita Italia, figurano Generali, Telecom, Mediobanca, Intesa Sanpaolo, Eni e Ferrovie dello Stato

Questo non va a discapito delle Pmi, che stanno comunque beneficiando dell'accesso ad un ammontare prima impensabile di risorse.

Tuttavia, fa effetto pensare al fatto che le principali società finanziate dai Pir siano proprio quegli operatori finanziari che i Pir li emettono. Questo accade a seguito dell'esigenza, da parte dei gestori dei fondi, di investire in titoli liquidi, e, certamente, le top 40 del FTSE MIB rispondono a questo requisito. Pertanto, risulta facile capire come il sostegno delle Pmi italiane sia subordinato alla possibilità di avere fondi finanziariamente sostenibili e liquidi. La composizione percentuale dell'investimento di tutti i fondi Pir *compliant* ne è la dimostrazione più evidente.

Altra questione degna di nota, per quanto riguarda le strategie delle grandi banche e degli operatori finanziari che offrono fondi Pir, è la scarsa disponibilità a concedere autonomia all'investitore privato nella composizione del proprio Pir.

Sono molto rari, infatti, gli operatori che hanno congegnato strumenti che lascino, anche marginalmente, libertà di manovra ai risparmiatori privati nella scelta dei titoli che compongono il Pir.

Forse perché questo implicherebbe una consistente perdita delle commissioni di gestione attiva del fondo o forse perché la proposta di un "pacchetto Pir predefinito" è l'opzione meno costosa e meno rischiosa per gli operatori. Tra le altre cose, affidarsi ad un gestore attivo può rappresentare un vantaggio anche per il risparmiatore, in quanto il gestore del fondo stesso può rivedere in qualsiasi momento la composizione dell'investimento (principio alla base della gestione attiva),

disinvestendo e reinvestendo liberamente senza però perdere il beneficio fiscale.

Le banche di investimento, invece, annoverano tra i servizi offerti anche il seguire le aziende durante tutto il processo di quotazione in Borsa.

In Italia, come in tutta Europa, i servizi tipici della banca di investimento sono offerti sia da piccole *boutiques* fortemente specializzate, che da sezioni dedicate appartenenti alle più grandi banche del Paese.

Nonostante ciò, in Italia le banche d'affari sono meno radicate e presenti nel tessuto finanziario del paese rispetto ad altri Paesi europei (Inghilterra su tutti).

In ogni caso, l'effetto-Pir per le *investment banks* scaturisce proprio dalle operazioni di IPO, che vengono direttamente seguite da queste ultime. All'interno del lungo processo che porta un'azienda a raggiungere la quotazione in Borsa, la banca di investimento ha un ruolo rilevante.

Tornando all'effetto-Pir, è opportuno tenere a mente come, dopo l'introduzione dei fondi Pir, l'accesso ad ingenti risorse economiche per le imprese quotate all'Aim e sugli altri indici a minor capitalizzazione stia rappresentando un forte incentivo alla quotazione per un buon numero di aziende, soprattutto Pmi.

Inoltre, il raggiungimento di un numero crescente di nuove IPO è uno degli obiettivi del Governo italiano, ed è alla base della sostenibilità dei fondi Pir: è necessario, infatti, che più imprese si quotino sull'Aim, per "coprire" l'enorme crescita della domanda di tali titoli, che è scaturita dopo il lancio dei Pir. Borsa Italiana prevedeva almeno 50 nuove IPO per il 2018, ma a settembre di quest'anno si guarda al 2019 per una ripresa. Infatti, si parte da un 2018 avaro di IPO sul listino principale, per motivi congiunturali: solo una quotazione, quella di Carel Industries, sull'MTA, con l'esclusione quindi dei tanti debutti sull'Aim Italia (ben 26 nell'anno) e con l'esclusione dell'arrivo di Guala Closures tramite la Spac Space. Le matricole avevano toccato questi livelli solo nel 2009 con l'IPO di Yoox. La lista per i prossimi 12 mesi è però lunga. Le due

società più vicine al debutto sembrano Manifatture Sigaro Toscano e la padovana Piovan, come pure Garofalo Healthcare. Ma nel 2019 sono attese anche IPO di grandi dimensioni: la più rilevante sarà Nexi, la ex-Cartasì. Ci potrebbe essere poi Eataly di Oscar Farinetti. Mentre l'utility Estra e Octo Telematics potrebbero riprendere in considerazione l'IPO. Tra i grandi gruppi resta da capire il destino di Magneti Marelli, per la quale Fca ha avviato lo scorporo. Il settore del Made in Italy-lifestyle resta tra i più appetibili per le IPO. Le quotate sui mercati di Borsa Italiana sono 42, con una capitalizzazione aggregata pari a 123 miliardi, il 17% del mercato. Dal 2000 le società del settore hanno raccolto circa 15,7 miliardi di euro, di cui oltre 9 miliardi in IPO.

Le società di intermediazione mobiliare, invece, sono operatori finanziari che non svolgono, diversamente dalle banche, servizi di intermediazione creditizia, ma altri servizi di investimento. A loro, insieme alle altre imprese di investimento e alle banche, è riservato l'esercizio professionale dei servizi di investimento nei confronti del pubblico.

Definendo l'effetto-Pir per questa particolare categoria di operatori finanziari, è necessario precisare come le SIM svolgono molte attività in comune con le banche di investimento – ad esempio, i servizi di brokerage o di collocamento di titoli – dunque il discorso affrontato prima per le *investment banks* è certamente contestualizzabile anche per le Società di Intermediazione Mobiliare.

Cionondimeno, vi è un altro recente fenomeno che ha riguardato parte del panorama delle SIM italiane: nel luglio 2016, SCM (Solutions Capital Management) SIM sceglieva di quotarsi all'Aim, raccogliendo dalla fase di collocamento circa 2,2 milioni di euro. SCM diventava così la prima Società di Intermediazione Mobiliare quotata all'Aim.

Il 2017 è stato un anno decisamente particolare per l'Aim, anche e soprattutto grazie all'introduzione dei Pir e alla

conseguente crescita della liquidità disponibile per le aziende quotate a questo listino.

È notizia risalente all'autunno 2017, invece, l'inizio del processo di quotazione all'Aim di una SIM Italiana di successo: Equita SIM, che ha formalizzato la quotazione il giorno 23 novembre 2017. Equita SIM è soltanto l'ultimo intermediario finanziario italiano che ha deciso di quotarsi al listino Aim, ma è altamente probabile che la decisione comunicata dal fondatore Francesco Perilli verrà seguita a breve da altri.

Infatti, il trend di crescita dell'Aim, sicuramente stimolato dall'iniezione di liquidità portata dai Pir, ha destato l'attenzione delle varie Società di Intermediazione finanziaria (le varie SIM, SGR e SICAV) che lavorano quotidianamente con imprese desiderose di quotarsi su questo indice.

4.8 Rischio Bolla

La raccolta di risparmio confluito sui Pir a solo poco più di un anno dalla loro introduzione, ha decisamente superato tutte le aspettative del Ministero dell'Economia. Un simile flusso di denaro, confluito in così poco tempo, nel mercato delle Pmi, ha visto una crescita generale del valore degli strumenti finanziari delle suddette aziende.

Può dunque sorgere il dubbio che dietro questa crescita notevole si celi il rischio che conduca alla formazione di una bolla speculativa sugli stessi come fanno supporre le performance dell'Aim nel corso del 2017, con risultati doppi rispetto a quelli registrati nel 2016. Nonostante ciò, se le stime avanzate dagli operatori finanziari dovessero rivelarsi corrette, ciò risulterebbe in un apporto dovuto ai Pir di 68 miliardi di euro nel lustrò 2017-2022, di cui solo 14 miliardi, ovvero il 21%, sarebbero da destinarsi a piccole e medie imprese europee quotate in Borsa. Allo stesso tempo, attualmente, il totale della capitalizzazione quotata, sulla quale i Pir possono investire, ammonta circa a 111 miliardi di euro. Quindi, se le valutazioni effettuate si dovessero confermare, i suddetti

fondi arriverebbero a detenere circa il 30% del flottante disponibile a Piazza Affari nel segmento Mid e Small cap. Di conseguenza, le previsioni di un continuo margine di crescita della domanda portano a ipotizzare un'eventuale bolla finanziaria sui titoli Pir *compliant*, i quali non fanno che ricordare i valori medi della stessa tipologia di titoli in Europa, riuscendo, per il momento, a concretizzare l'obiettivo di rendere più liquido il loro scambio. D'altronde bisogna ricordare che anche in Francia i numeri iniziali, rispetto all'ingresso nel mercato finanziario dei corrispondenti PEA, erano stati simili, cioè caratterizzati da un'eccessiva crescita della domanda rispetto all'offerta, e che in Italia siamo comunque ad una sottovalutazione del 20-30% rispetto agli altri mercati di Small/Mid cap.

Per scongiurare il rischio, la soluzione sarebbe l'aumento del numero di società quotate in Borsa così da far trovare uno sbocco all'aumento di liquidità disponibile o, parallelamente, permettere la creazione di canali maggiormente strutturati per il private equity che investe su aziende non quotate sui quali, a loro volta, possano investire i Pir. Questo aumento di società quotate potrà anche, in parte, derivare dalle SPAC, che, per loro natura, tendono ad abbassare il valore dei titoli Pir eligible. Tuttavia, sebbene durante il 2017, ben 23 aziende si siano quotate sull'Aim, il 2018 non è stato altrettanto positivo, e la situazione risulta ancora non del tutto sufficiente a scongiurare la possibilità di un effetto bolla. Il rischio, però, può essere ricondotto, oltre che alla quantità dei titoli che sono presenti sul mercato, anche alla loro qualità e affidabilità: questi d'altronde risultano poco coperti dagli analisti finanziari e tale fattore ne aumenta l'incertezza. Dall'analisi statistica condotta sui prezzi sembra però che questi dal 2017 al 2018 si stiano "stabilizzando".

Le opinioni riguardo alla potenziale bolla finanziaria che potrebbe scoppiare a seguito del lancio dei Pir sono molteplici tuttavia, secondo Borsa Italiana, la crescita del valore

dei titoli appartenenti ai segmenti Pir *compliant* non dovrebbe allarmare, in quanto questo trend non è altro che un allineamento delle quotazioni dei titoli dei medesimi settori a livello europeo. La percentuale, infatti, di presenza di investitori domestici sul mercato italiano è bassissima, e per arrivare alle medie dei paesi sviluppati, che vede gli investitori istituzionali avere almeno il 30% tra gli investitori totali, rimarrebbe un 15-20% di margine ancora non sfruttato.

Nonostante ciò e in linea più generale, l'intero sistema deve far fronte a quello che molti analisti ed esperti hanno definito come un "rischio bolla". Stando ai dati dei primi due trimestri dei Pir, è emersa un'evidente crescita della liquidità destinata nei listini minori. Da inizio anno, il FTSE Small Cap è salito del 27%, l'Aim Italia del 23% mentre il FTSE Mib ha registrato un +12%. Più nel dettaglio, i tre settori con la migliore performance sono quelli di Servizi (+162%), Telecomunicazioni (107%) e Industria (+96%). L'Aim Italia, grazie a questo nuovo strumento, ha visto crescere la propria capitalizzazione di oltre il 60%, e il controvalore totale scambiato nei primi sei mesi del 2017 raggiungere il 155% del valore relativo all'intero anno 2016. Qualora questa crescita nei volumi e nella liquidità degli indici menzionati non fosse supportata da una corrispondente quotazione di un numero adeguato di Pmi, e dato che l'attuale bacino di imprese è limitato, vi sarebbe il rischio concreto che si formi una bolla speculativa delle Mid e Small cap. Tale fenomeno sarebbe dovuto, appunto, alle innumerevoli risorse investite nei mercati, troppo piccoli sotto molti aspetti, che hanno reagito al successo dei Pir con un aumento sregolato delle valutazioni.

Va detto, comunque, che la crescita del numero di Pmi quotate è uno dei principali obiettivi che il governo si è prefisso dopo l'introduzione dei Pir, ma oggi più che mai, risulta fondamentale per permettere il corretto funzionamento di indici di mercati come, ad esempio, l'Aim.

Non vi sono dubbi, inoltre, sul fatto che molte imprese a media e piccola capitalizzazione

scegliranno di quotarsi, per beneficiare di questa “pioggia di risorse” che sta attualmente giungendo sui mercati sopra menzionati. L’incertezza, piuttosto, riguarda il fatto che il numero di nuove IPO sarà poi effettivamente sufficiente a supportare l’ingente domanda per i titoli di Pmi quotate. A tal proposito, sarà forse necessario introdurre incentivi alla quotazione (di natura fiscale, ad esempio, oppure una semplificazione delle procedure).

4.9 Strumenti emessi da società immobiliari

La Legge di Bilancio 2018 ha rimosso i vincoli, previsti dal comma 102 della legge 232/2016, che non consentivano il finanziamento delle imprese immobiliari mediante i Pir. Si considera impresa che svolge attività immobiliare quella il cui patrimonio è prevalentemente costituito da beni immobili, diversi da quelli direttamente utilizzati nell’esercizio di impresa. Di fatto, dall’entrata in vigore di questa legge, le società immobiliari sono ammesse tra le imprese in cui deve essere investito almeno il 70% dei Piani individuali di risparmio. L’introduzione di questa novità ha la finalità di porre rimedio all’eccesso di domanda di investimenti in Pir rispetto all’offerta di titoli idonei, che avrebbe potuto innescare una bolla speculativa. Lo stesso mercato immobiliare si trova in un momento positivo, infatti, è tornato a raccogliere investimenti, superando la fase critica della crisi, tanto da chiudere il 2017 con volumi superiori ai 9 miliardi di euro, contro i 5 miliardi di qualche anno fa. Dal momento in cui i Pir potranno investire nelle imprese immobiliari, si stima che, nel corso del primo anno, verranno raccolti tra i 500 e gli 800 milioni di euro, portando soprattutto un consistente contributo alla liquidità nel settore immobiliare quotato e favorendo, così, nuove quotazioni sullo stesso. Questa novità, quindi, permette di ampliare l’orizzonte dei Pir, includendo un settore che vale il 18% del PIL e che fattura 120 miliardi di euro, e inoltre di far ripartire lo sviluppo immobiliare che è rimasto marginale negli anni della crisi.

4.10 I Conti Individuali di Risparmio (Cir)

I Cir, acronimo di Conti Individuali di Risparmio, sono strumenti che mirano a incentivare l’investimento in Titoli di Stato da parte dei risparmiatori italiani. La principale differenza rispetto ai Pir è che il loro oggetto sono i BTP e gli altri bond governativi. I Cir, dunque, potrebbero essere introdotti dal decreto fiscale collegato alla prossima Legge di Bilancio, approvata nell’autunno del 2018. Non essendo ancora disponibili i dettagli tecnici dell’eventuale progetto di legge, le caratteristiche riportate potrebbero mutare nel momento in cui trovasse effettiva applicazione le indicazioni che circolano sugli organi di stampa.

I Cir sarebbero dei conti di risparmio sui quali dovrebbero affluire gli investimenti in Titoli di Stato, come i BTP, emessi a partire dal 2019. I destinatari di questo sarebbero le persone fisiche residenti in Italia (escluse quindi aziende e persone giuridiche), che mediante questa tipologia di conti potrebbero godere di un’esenzione fiscale totale. In altre parole gli interessi cedolari e le eventuali plusvalenze derivanti da una differenza favorevole tra acquisto e rimborso non dovrebbero essere oggetto della tassazione sulle rendite finanziarie (che, nel caso dei titoli di stato, è pari al 12,5%, contro il 26% sui titoli azionari, sugli ETF, sui rapporti bancari e sui bond societari). All’apertura di un Cir si godrebbe di un credito d’imposta pari al 3,5%. I Cir, infine, sarebbero impignorabili, inesquestrabili ed esclusi dalle imposte di successione e donazione, se le somme saranno vincolate per almeno 18 mesi. Le obbligazioni dovranno essere mantenute fino alla loro scadenza e non potranno essere date in garanzia per altre operazioni. I gestori, inoltre, non potranno strutturare delle operazioni short in titoli di stato (ossia vendite allo scoperto). Al vaglio ci sarebbe poi l’ipotesi di ricomprendere nel Cir, per una quota minoritaria (presumibilmente tra il 5% e il 10%) anche altre tipologie di investimenti, come le azioni o le obbligazioni

societarie. Divaga ormai l'ipotesi di una limitazione *ad personam*, di 3 mila euro, e di un tetto complessivo di 15 miliardi di euro.

Bibliografia

Argomenti de Il Sole 24 Ore, [link](#)

Opportunità Pir, Rewiew 2017 - Edizione speciale per il Salone del Risparmio. Versione Cartacea

Linee Guida ai Pir- MEF [link](#)

Linee guida per l'introduzione dei piani individuali di risparmio - Assogestioni [link](#)

Linee Guida ai Pir- MEF [link](#)

Linee Guida ai Pir- MEF [link](#)

Normativa Pir, risolti i dubbi interpretativi - Assogestioni [link](#)

Le proposte economiche dell'Italia post Brexit - Il Sole 24 Ore [link](#)

Finanza per la crescita - MEF [link](#)

AFME - [link](#)

Università Cattolica, Report 2015 sul crowdfunding in Italia - [link](#)

Osservatorio Nazionale Minibond - Report Annuale 2016 [link](#)

Borsa Italiana - [link](#)

Borsa Italiana - [link](#)

Aim Italia - [link](#)

ItalianAngels.net - [link](#)

Funds People - [link](#)

Gov.UK - [link](#)

Gov.UK [link](#)

Gov.UK [link](#)

Fondi e SICAV - [link](#)

Il boom dei Piani individuali di risparmio (Pir) mette le ali alle Pmi quotate in Borsa - Il Sole 24 Ore - [link](#)

Diverse sfumature di Pir (e come evitare la prossima trappola) - Il Sole 24 Ore - [link](#)

Di cui all'art.6 del d.lgs. 461/1997

Comma 109, legge 232/2016

Gazzetta Ufficiale L. 205/2017

Ilsole24ore

Consob, "Crisi finanziaria 2007-2009" [link](#)

IlFoglio.it, "Cari europei, ecco come staremo nel 2030" [link](#)

Citywire, "Elenco dei Pir Italiani", 31 Agosto 2017

Il Sole 24 Ore

OnlineSIM

MondolInvestor

Rubrica Bebeez di MilanoFinanza

Intermonte Advisory & Gestione

Manuale del Private Banker, Paola Musile Tanzi

CONTATTI



Paolo Gibello Ribatto
Partner
+39 0283322226
pgibello@deloitte.it



Lukas Plattner
Partner
+39 02 725511
lukas.plattner@nctm.it



Marco Miccoli
Partner
+39 02 83322308
mmiccoli@deloitte.it



Matteo Trapani
Partner
+39 02 725511
matteo.trapani@nctm.it



Savino Capurso
Senior Manager
+39 02 83322531
scapurso@deloitte.it



Luca Ferrari Trecate
Of Counsel
+39 02 725511
luca.ferraritrecate@nctm.it

Deloitte.

Via Tortona, 25
20144 Milano
Italia
www.deloitte.it



Nctm

Via Agnello, 12
20121 Milano
Italia
www.nctm.it



Via Giovenale, 4
20136 Milano
Italia
www.jeme.i