

- CONTRIBUTI
- 2 **Gli impatti dell'Ifrs 9 sulle banche italiane e sul credito**
Fabrizio Dabbene, Marco Roberti Vittory
- 18 **Ci sono troppe banche in Italia (e nell'Eurozona)?**
Camillo Venesio
- 20 **Nuove strategie e riorganizzazione per la redditività**
Antonio Patuelli, Omar Lodesani, Luigi Prosperetti, Giancarlo Durante
- FORUM
- 35 **Il cyber risk nel settore finanziario: come reagisce il mercato?**
Maria Cristina Arcuri, Marina Brogi, Gino Gandolfi
- SCENARI
- 50 **Banca e benessere finanziario. Nuove strategie e narrazioni contro l'incertezza**
Fabrizio Fornezza
- FISCO E TRIBUTI
- 53 **Lo sviluppo del welfare aziendale e i riflessi sull'intermediazione finanziaria**
Enzo Mignarri
- CREDITO
- 61 **I Pir per il finanziamento delle Pmi: potenzialità di sviluppo del mercato**
Fabrizio Crespi, Danilo Valerio Mascia
- FINANZA
- 70 **La corporate governance delle società quotate italiane**
Angela Ciavarella, Nadia Linciano, Rossella Signoretti
- TECNOLOGIE
- 82 **Obiettivo qualità dei dati. L'intelligenza artificiale per un «archivio cognitivo»**
Andrea Martellone, Marco Gazzo



AIDEA

Bancaria Editrice

Direttore: Nicola Forti
via delle Botteghe Oscure, 4 | 00186 Roma
www.bancariaeditrice.it
Redazione: 06.6767.465-306
Abbonamenti: 06.6767.394-5
Pubblicità: 06.6767.640

L'Editorial Policy di Bancaria è esplicitata sul sito della rivista www.bancaria.it

ABIServizi Spa

Presidente:
Gianfranco Torriero
Direttore Generale:
Alessandro Malinverno

Gli articoli impegnano soltanto la responsabilità dei loro autori.
Iscrizione n. 94 dell'8-7-1948
Registro Stampa Cancelleria Tribunale di Roma
Finito di stampare nel mese di maggio 2017
Progetto grafico: PRC Srl
Impaginazione: DOC Servizi
Stampa: Rocografica Srl Unip Roma
ISSN 0005-46-23 (print)
ISSN 2499-4472 (online)

Comitato Scientifico

Giovanni Bazoli, Tancredi Bianchi, Filippo Cavazzuti, Giuseppe Ghisolfi, Giovanni Manghetti

Advisory Board

Adalberto Alberici, Guido Alpa, Michele Bagella, Francesco Cesarini, Renzo Costi, Jean Paul Fitoussi, Giancarlo Forestieri, Edward Gardener, Pietro Ichino, Mario Masini, Paolo Mottura, Gianni Nardozi, Marco Onado, Antonio Pedone, Franco Tutino

Editorial Board

Alessandro Carretta, Pierluigi Ciocca, Maria Luisa Di Battista, Guido Ferrarini, Umberto Filotto, Nicola Forti, Anna Gervasoni, Giuseppe Lusignani, Donato Masciandaro, Marcello Messori, Luciano Munari, Luigi Prosperetti, Andrea Sironi, Gianfranco Torriero, Francesco Vella

Direttore responsabile

Tancredi Bianchi

Coordinamento

Giovanni Sabatini

Direttore editoriale

Nicola Forti

Comitato di Redazione

Giancarlo Durante, Ildegarda Ferraro, Pierfrancesco Gaggi, Gianfranco Torriero, Laura Zaccaria

Redazione

Claudia Chirico, Carlo De Nonno

I Pir per il finanziamento delle Pmi: potenzialità di sviluppo del mercato

Introducing Individual Savings Accounts to sustain the development of Italian Smes

Fabrizio Crespi, Danilo Valerio Mascia, Università di Cagliari

Keywords

Pir, disintermediazione bancaria, Pmi, Fondi comuni di investimento

Jel codes

G11, G21, G23, G28, H24, E21

Introdotti in Italia con la Legge di bilancio 2017, i Piani individuali di risparmio (Pir) sembrano avere avuto una calda accoglienza da parte di diversi intermediari bancari che, fin dai primi mesi dell'anno, si stanno adoperando per implementarli e proporli alla clientela. I Pir rappresentano sicuramente un interessante arricchimento nel panorama finanziario italiano, anche per i vantaggi fiscali a essi collegati. Le potenzialità di sviluppo del mercato dei Pir (anche alla luce delle esperienze straniere finora confrontabili) e le ricadute che esso potrebbe avere sulla crescita delle Pmi domestiche ossia, in definitiva, sul raggiungimento degli obiettivi di crescita indicati dal legislatore stesso sono ancora invece oggetto di studio e dibattito. Per l'investitore finale, la varietà di caratteristiche in termini di asset allocation e di costi renderebbe auspicabile una maggiore trasparenza in merito alle scelte gestionali perseguite.

The Individual Savings Accounts (Pir) have been introduced in Italy via the 2017 Government budget Law (Legge di Bilancio 2017). Since their announcement, Pir have received a warm welcome by Italian financial intermediaries that are trying their best to spread such new product among investors. Much is known on their fiscal advantages. However, some considerations about their impact for the growth of Italian Smes – as desired by the policy maker – are still needed. Our paper offers some general insights about this topic and provides, as well, a brief summary of the key characteristics of the existing Pirs.

1. Introduzione

Contrariamente a quanto avvenuto in passato per innovazioni finanziarie introdotte per legge e poi mai applicate nella pratica (si pensi al prestito vitalizio ipotecario)¹, i Pir (Piani Individuali di Risparmio, o Piani di risparmio a lungo termine), costituiti prevalentemente sotto forma di fondi comuni di investimento adattati alle regole della nuova normativa, stanno invece rapidamente diventando una nuova realtà nel mercato italiano. Tant'è che le caratteristiche tecniche essenziali di questi nuovi piani di investimento sono ormai abbastanza note agli operatori del settore, e lo stanno diventando vieppiù anche agli investitori finali visto il tam-tam di informazione e iniziative commerciali promosse da numerosi intermediari nei primi mesi dell'anno.

Il Pir si sostanzia in un contenitore fiscale che può prendere

la forma di un deposito titoli, una gestione patrimoniale, un contratto assicurativo o un Oicr (Organismo di investimento collettivo del risparmio, cioè fondo comune o Sicav) all'interno del quale i risparmiatori possono collocare diversi tipi di strumenti finanziari (prevalentemente azioni e obbligazioni) rispettando però determinati vincoli di investimento. E proprio il rispetto di tali vincoli permette di avere (solo a persone fisiche) notevoli agevolazioni fiscali, in quanto dopo 5 anni di detenzione degli strumenti nel Pir non solo si viene esentati dalle imposte sui redditi diversi (plusvalenze) e sui redditi di capitale (dividendi e interessi), ma anche l'imposta sulle successioni viene evitata.

Se si considera poi che i Pir sono stati pensati per far confluire maggiori risorse finanziarie alle piccole e medie imprese italiane, al fine di rilanciare l'economia domestica, sembrerebbe fin troppo semplice ipotizzare un radioso futuro per tali veicoli di investimento.

¹ Al riguardo si veda Crespi e Mascia (2014), *L'utilizzo del reverse mortgage nell'ambito del personal financial planning: un'occasione mancata (o ancora da sfruttare) per il mercato italiano?*

Tutto bene quindi? Di primo acchito la risposta è sì, nel senso che i Pir rappresentano sicuramente un interessante arricchimento nel panorama finanziario italiano. A nostro avviso, tuttavia, dopo il facile entusiasmo che ha fatto seguito all'introduzione della nuova normativa, occorre effettuare alcune considerazioni critiche sulle vere potenzialità dei Pir quali alternativa credibile al finanziamento bancario tradizionale, specie per le Pmi: i Pir, infatti, possono essere inquadrati in un più ampio (e strisciante) processo di disintermediazione creditizia, che annovera – tra i suoi attori – veicoli e strumenti quali il peer-to-peer lending, il crowdfunding, i fondi di private debt. Inoltre, se ci poniamo dal lato dell'investitore finale, non è superfluo sottolineare che i Pir offerti dai diversi intermediari, in particolare se costituiti sotto forma di fondi, potranno presentare caratteristiche in termini di asset allocation e di costi notevolmente differenti: è quindi auspicabile una accresciuta trasparenza e attenzione in merito alle scelte gestionali perseguite.

Il presente articolo è strutturato come segue: nel paragrafo 2 viene presentata una breve disamina della normativa in essere, con l'intento di sottolinearne alcuni passaggi critici; nel paragrafo 3 si riportano invece alcune considerazioni sulle potenzialità di sviluppo del mercato dei Pir, anche alla luce dell'esperienza francese (paragrafo 4) che appare la più simile a quanto potrebbe avvenire in Italia. Infine, nel paragrafo 5, viene fornita una descrizione dei primi prodotti già operativi sul mercato.

2. La normativa: i passaggi critici

Come già ben evidenziato in Mignarri (2017), il Pir è in definitiva un «contenitore» che permette a persone fisiche di ottenere interessanti agevolazioni fiscali nel caso in cui vengano effettuati investimenti in strumenti finanziari (azioni e obbligazioni prevalentemente)² nel rispetto di precisi vincoli temporali e di destinazione.

Operativamente, il piano di risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori³ per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a

150.000 euro. Tali importi devono essere ascrivibili a investimenti qualificati indicati dalla normativa stessa (vedi oltre), attraverso l'apertura di un rapporto di custodia o amministrazione o di gestione di portafogli o altro stabile rapporto con esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato, o di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione, avvalendosi di intermediari abilitati o imprese di assicurazione residenti, ovvero non residenti operanti nel territorio dello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia scelto tra i predetti soggetti. Sono considerati investimenti qualificati anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr, cioè fondi e Sicav) residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che investono nel rispetto delle condizioni indicate.

Già queste prime specifiche meritano alcune considerazioni: la scelta del legislatore di limitare l'ammontare annuo, e quello totale, investibili nel Pir, rendono lo strumento sicuramente appetibile agli investitori retail e affluent, ma meno alla clientela Hnwis (High net worth individuals) che, invece, avrebbe potenzialità maggiori e immediate per far confluire risorse finanziarie nello strumento.

Inoltre, emerge subito che il Pir può essere fattivamente costituito mediante la creazione di un dossier titoli dedicato o di una gestione patrimoniale, ovvero tramite un contratto assicurativo, o ancora attraverso un Oicr. Proprio quest'ultima forma (alla quale faremo di seguito riferimento con la denominazione «fondo-Pir») appare quella di più semplice realizzazione, e sulla quale si sta concentrando la maggioranza degli operatori; la creazione di dossier titoli dedicati in regime di risparmio amministrato, infatti, richiede agli intermediari la predisposizione di specifiche procedure contabili per la gestione dell'aspetto fiscale e il monitoraggio nel corso del tempo del rispetto dei limiti di destinazione degli investimenti.

Il contenitore assicurativo, specie nella forma unit linked, non dovrebbe invece creare particolari complessità e, a

² Sulle problematiche attinenti a un chiaro refuso che renderebbe i Pir solo azionari, si veda lo stesso Mignarri.

³ Si noti che il conferimento di valori nel piano è considerato cessione a titolo oneroso e l'intermediario applica l'imposta secondo le modalità indicate dalla norma che disciplina l'opzione per l'applicazione dell'imposta sostitutiva su ciascuna plusvalenza o altro reddito diverso realizzato. In altri termini, l'investitore che volesse inserire nel Pir azioni o obbligazioni già possedute in regime di risparmio amministrato subirebbe la tassazione al momento del trasferimento.

quanto ci risulta, dovrebbe a breve fare la sua comparsa sul mercato. Per quanto attiene infine alla gestione patrimoniale, visto il limite annuo e totale di investimento potrebbe invece risultare poco conveniente economicamente sia per l'intermediario sia per l'investitore.

L'agevolazione fiscale (solo per persone fisiche residenti nel territorio dello Stato)⁴ connessa al Pir consiste nell'esenzione dalla tassazione dei redditi, qualificabili come redditi di capitale (dividendi e cedole) o come redditi diversi (plusvalenze) di natura finanziaria derivanti dagli investimenti effettuati nel Pir. Sono tuttavia esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate⁵ e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore. Inoltre, il trasferimento a causa di morte degli strumenti finanziari detenuti nel piano non è soggetto all'imposta sulle successioni⁶. Ogni persona fisica non può essere titolare di più di un piano e ciascun piano non può avere più di un titolare (non è quindi possibile la cointestazione).

L'agevolazione fiscale è però soggetta a vincoli temporali e di destinazione. Innanzitutto, è previsto che gli strumenti in cui è investito il piano debbano essere detenuti per almeno 5 anni e, in caso di cessione degli stessi prima dei cinque anni, i redditi realizzati attraverso la cessione e quelli percepiti durante il periodo minimo di investimento del piano sono soggetti a imposizione secondo le regole ordinarie, unitamente agli interessi, senza applicazione di sanzioni⁷. In caso di rimborso degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima del quinquennio (si pensi ad esempio a una obbligazione che scade prima dei 5 anni), il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari qualificati entro trenta giorni dal rimborso⁸.

In merito al vincolo temporale sopra evidenziato, occorre sottolineare che, visto anche il limite annuo investibile, molti risparmiatori utilizzeranno probabilmente (e giustamente) il Pir in una logica di piano di accumulo; naturalmente, per gli investimenti effettuati negli anni successivi al primo, i 5 anni partiranno dalla data effettiva di investimento e, di conseguenza, potranno essere smobilizzati in esenzione solo a partire dal sesto, settimo anno, ecc. La stessa normativa in-

dica peraltro che in caso di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria omogenea, si considerano ceduti per primi i titoli acquistati per primi e si considera come costo quello medio ponderato dell'anno di acquisto. Sempre sul tema temporale, viene precisato che il trasferimento del piano dall'intermediario o dall'impresa di assicurazione presso il quale è stato costituito ad altro intermediario non rileva ai fini del computo dei cinque anni. In teoria, dunque, un investitore potrebbe aprire un Pir sotto forma di dossier titoli presso una banca, e poi girare l'intero dossier a un'altra banca proseguendo la detenzione degli strumenti finanziari fino al minimo dei 5 anni. Tuttavia, la stessa possibilità non sembra al momento essere fattibile (ma si attendono ulteriori delucidazioni, in merito, da parte della Agenzia delle Entrate) per quanto attiene ai fondi-Pir: il disinvestimento da un fondo-Pir per accedere a un altro fondo-Pir prima dei 5 anni minimi, ovvero ove possibile una operazione di switch, potrebbe far scattare la tassazione⁹. Se così fosse, si creerebbe a nostro avviso una distorsione di non poco conto: un investitore, infatti, sarebbe bloccato nel primo fondo-Pir acquistato (con somma gioia dell'intermediario distributore); e ci si chiede peraltro cosa succederebbe se, nel corso del tempo, il primo fondo-Pir non risultasse più adeguato al profilo di rischio del cliente. Venendo invece ai limiti di destinazione degli investimenti, è noto che per legge i Pir devono essere investiti (in ciascun anno solare di durata del piano e per almeno i due terzi dell'anno stesso) per almeno il 70% del valore complessivo in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, fiscalmente residenti in Italia o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo con stabili organizzazioni in Italia (rimane da definire meglio cosa si intenda per stabile organizzazione). E fin qui, essendo abbastanza facile ipotizzare che i Pir verranno primariamente implementati attraverso Oicr, siamo di fronte essenzialmente a fondi azionari, obbligazionari e bilanciati Italia¹⁰.

La normativa stabilisce poi che la predetta quota del 70%

⁴ Secondo indiscrezioni, la circolare applicativa della Agenzia delle Entrate (non ancora pubblicata al momento della redazione di questo articolo) dovrebbe peraltro consentire anche ai minorenni l'apertura di un Pir.

⁵ Si considerano qualificate le partecipazioni e i diritti o titoli di cui alla lettera c) del comma 1 dell'articolo 67 del Tuir; tenendo conto anche delle percentuali di partecipazione o di diritti di voto possedute dai familiari della persona fisica di cui al comma 5 dell'articolo 5 del medesimo testo unico e delle società o enti da loro direttamente o indirettamente controllati.

⁶ Intuitivamente, tuttavia, l'erede dovrebbe pagare le imposte sui redditi di natura finanziaria nel caso in cui il decesso del proprietario del Pir avvenga prima

dei 5 anni minimi di detenzione.

⁷ Il relativo versamento deve essere effettuato dai soggetti incaricati entro il giorno 16 del secondo mese successivo alla cessione. I soggetti incaricati recuperano le imposte dovute attraverso adeguati disinvestimenti o chiedendone la provvista al titolare.

⁸ Un altro aspetto interessante della normativa attiene alle potenziali minusvalenze derivanti dal Pir. Il comma 109 dell'articolo 1 della legge di bilancio indica che le minusvalenze, le perdite e i differenziali negativi realizzati mediante cessione a titolo oneroso ovvero rimborso degli strumenti finanziari nei quali è investito il piano sono deducibili dalle plusvalenze, differenziali positivi o preventi

deve essere investita per almeno il 30% (equivalente, dunque, al 21% dell'intero patrimonio) in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice Ftse Mib di Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati (ad esempio il Dax 30 o il Cac 40). È questa la vera novità dello strumento (e di converso la giustificazione alla creazione di una significativa agevolazione fiscale): l'obbligo di investire almeno un 21% in strumenti azionari e obbligazionari non emessi dalle solite società large cap (Eni, Enel, Intesa, ecc.), così da favorire l'afflusso di risorse alle Pmi quotate e, in parte, non quotate (per i fondi rimane comunque un limite di investimento in strumenti non quotati ai sensi della normativa di Banca d'Italia). Infine, le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10% del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o stipulati con la stessa controparte o con altra società appartenente al medesimo gruppo dell'emittente o della controparte o in depositi e conti correnti.

Il venir meno dei vincoli di destinazione sopra indicati comporta la parallela decadenza della agevolazione fiscale.

3. Le potenzialità del mercato dei Pir

Ripresa in sintesi la normativa sui Pir, riteniamo a questo punto opportuno effettuare alcune valutazioni in merito alle potenzialità di sviluppo dello strumento in esame e, di conseguenza, alle ricadute che esso potrebbe avere sulle Pmi italiane quale fonte alternativa di reperimento di risorse finanziarie (così come auspicato dal legislatore stesso). Partiamo da qualche dato inerente al sistema del credito e agli investimenti degli italiani.

A settembre 2016, gli impieghi totali delle banche e della Cassa Depositi e Prestiti (Cdp) nei confronti di residenti ammontavano a 1.802 miliardi di euro¹¹, di cui 778 a società non finanziarie, e 89,82 a famiglie produttrici. Contemporaneamente, i depositi delle famiglie consumatrici italiane presso Banche e Cdp ammontavano a: 68 miliardi di euro quelli con durata prestabilita; 288 miliardi di euro quelli rimborsabili con preavviso; 561 miliardi di euro quelli

in conto corrente. Si tenga poi presente che l'asset under management dei fondi comuni di investimento aperti (ovvero quelli comunemente acquistati da investitori retail), ha raggiunto secondo i dati di Assogestioni i 907 miliardi di euro a gennaio 2017, ovvero il 50% circa degli impieghi bancari. Come altrove già evidenziato¹², non sembrerebbero quindi mancare risorse da far confluire nei Pir (e in particolare nei fondi-Pir) per finanziare le Pmi italiane. Occorre però considerare se le caratteristiche tecniche dei Pir siano effettivamente adeguate a tale proposito. Per rispondere, dobbiamo allora prendere a riferimento, anche, alcuni dati sulle Pmi italiane stesse.

È noto che il concetto di Pmi venga comunemente quantificato attraverso la classificazione fornita dalla Commissione europea, secondo cui le grandi imprese sarebbero quelle con più di 250 addetti e con fatturato superiore ai 50 milioni di euro o attivo maggiore di 43 milioni di euro; sotto tali livelli si avrebbero, invece, medie imprese, e a seguire piccole imprese (meno di 50 addetti e meno di 10 milioni di euro di fatturato) e, infine, micro imprese (meno di 10 addetti e meno di 2 milioni di euro di fatturato). In base al rapporto Cerved Pmi 2016 (dati relativi al 2015), 136.114 società soddisfano i requisiti di Pmi, tra le quali 112.378 aziende rientrano nella definizione di piccola impresa e 23.736 in quella di media impresa. Queste società, che rappresentano più di un quinto (il 22%) delle imprese che hanno depositato un bilancio valido, hanno offerto occupazione a circa 3,8 milioni di addetti – di cui oltre due milioni in aziende di piccole dimensioni. Le Pmi hanno inoltre generato ricavi pari a 852 miliardi di euro, un valore aggiunto di 196 miliardi di euro (pari al 12% del Pil) e hanno contratto debiti finanziari per 240 miliardi di euro. Da un punto di vista economico e reddituale, i dati del rapporto Cerved sono incoraggianti nell'evidenziare come il Roe delle Pmi sia tornato fortemente a crescere dopo la crisi, attestandosi in media a un livello (8,6%) ben al di sopra di quello di molte large cap. E anche le informazioni dell'Outlook ABI-Cerved sulle nuove sofferenze delle imprese (dati riferiti a gennaio 2017) confermano che il periodo negativo sembra superato¹³.

realizzati nelle successive operazioni poste in essere nell'ambito del medesimo piano e sottoposti a tassazione ai sensi dei commi 106 e 107 nello stesso periodo d'imposta e nei successivi ma non oltre il quarto. Tuttavia, i redditi positivi indicati nei commi 106 e 107 sarebbero solamente quelli derivanti da disinvestimenti effettuati in violazione ai vincoli temporali e di destinazione (essendo gli altri esentati proprio dalla stessa legge). Alla chiusura del piano, invece, le minusvalenze, perdite o differenziali negativi possono essere portati in deduzione non oltre il quarto periodo d'imposta successivo a quello del realizzo dalle plusvalenze, proventi e differenziali positivi realizzati nell'ambito di altro rapporto con esercizio dell'opzione ai sensi dell'articolo 6 del decreto legisla-

tivo 21 novembre 1997, n. 461, intestato allo stesso titolare del piano, ovvero portati in deduzione ai sensi del comma 5 dell'articolo 68 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917. Quindi, solo alla chiusura del Pir potrebbero essere sfruttate eventuali minusvalenze in altro rapporto. Tuttavia, se si considerano i fondi-Pir, allora le eventuali minusvalenze sarebbero già inglobate nella performance del fondo stesso.

⁹ Si veda Della Valle (2017).

¹⁰ Si noti peraltro che un 30% del patrimonio può essere liberamente investito altrove (sempre nei limiti previsti dalla normativa Banca d'Italia). Tuttavia,

È però evidente che l'universo investibile dai Pir non è rappresentato dal totale delle Pmi italiane: è facile infatti comprendere che le piccole e micro imprese, in quanto non emittenti di strumenti finanziari di tipo mobiliare, non saranno oggetto di attenzione da parte dei Pir, e dovranno continuare a rivolgersi al canale bancario tradizionale per le loro esigenze di finanziamento del capitale circolante e del capitale fisso¹⁴. Molto meglio, invece, potrebbe andare a quelle imprese di media dimensione quotate o comunque in grado di emettere strumenti di debito, ad esempio Minibond¹⁵. Su queste imprese, infatti, potrebbe piovere una «manna finanziaria» duratura nel corso del tempo se i Pir prenderanno veramente piede in Italia.

A questo punto, allora, occorre ragionare su quale sia veramente l'universo delle Pmi investibile dai Pir. Prendendo a riferimento i mercati gestiti da Borsa Italiana spa (così come descritti dalla sintesi mensile al 31 gennaio 2017 fornita dalla stessa società di gestione del mercato), tolto il Ftse Mib (40 titoli), rimangono l'indice Star (Segmento titoli alti requisiti composto da 70 società), le società dell'indice Mid Cap e quelle dell'indice Small Cap (in totale 192 società fuori dall'indice principale) e, infine, le 76 società quotate all'Aim Italia-Mac (mercati specificamente studiati per piccole imprese). A gennaio 2017, l'intera capitalizzazione di borsa ammontava a 509 miliardi di euro circa, di cui il 79,6% era riferibile alle componenti del Ftse Mib. Solo 2,96 miliardi erano riferibili all'Aim, e 32,41 miliardi al segmento Star. Per quanto attiene ai titoli obbligazionari, invece, 254 sono i titoli non governativi quotati sul Mot, mentre sull'Extramot se ne contano 1.071. Qualche altro titolo lo si può trovare sull'EuroTlx, mercato gestito da EuroTlx sim. Per i Minibond, in particolare, l'intero mercato valeva a fine 2015 circa 5 miliardi secondo quanto riportato dall'Osservatorio del Politecnico di Milano.

I dati sopra indicati fanno supporre che, almeno inizialmente, le scelte di investimento dei fondi Pir (per quanto attiene alla quota del 21% da investire in strumenti diversi da quelli emessi da società del Ftse Mib) saranno per lo più obbligate, vista la scarsità di «carta» acquistabile e la poca liquidità della stessa. Certamente, il chiaro intento della nor-

mativa è quello di stimolare la domanda e, di conseguenza, di favorire l'offerta (incremento di medie imprese quotate che emettono titoli azionari e obbligazionari). Ma, al momento, chi prima arriva meglio alloggia, nel senso che i primi Pir che partiranno avranno la possibilità di scegliere più razionalmente dove andare a investire (e a quali prezzi); chi arriverà dopo potrebbe trovarsi in difficoltà e dover attendere che nuove matricole appaiano sul mercato, ovvero acquistare a prezzi non convenienti pur di arrivare alla soglia minima prevista dalla normativa. Non è peraltro secondario ricordare che i Pir potrebbero trovarsi in concorrenza con altri operatori specializzati nell'investimento in medie imprese italiane, quali i fondi di private equity e private debt domestici e stranieri.

Infine, è doveroso fare una breve considerazione sulle esigenze finanziarie delle Pmi. Per anni, e giustamente, il termine credit crunch è stato utilizzato per descrivere il fenomeno di restrizione del credito da parte delle banche italiane, oberate da una ingente massa di sofferenze in bilancio. I Pir, quindi, sembrerebbero ben rispondere alla necessità di trovare fonti alternative al finanziamento bancario tradizionale. Tuttavia, le wave semestrali della survey¹⁶ prodotta da Bce e Commissione europea – in merito all'accesso al credito delle imprese – evidenziano una tendenziale minor preoccupazione delle Pmi europee circa l'accesso ai finanziamenti quale ostacolo al proprio sviluppo, indicando invece, come maggiormente restrittivi, altri fattori connessi al loro business (in particolare, la ricerca di nuovi clienti e la carenza di forza lavoro specializzata). E sebbene i dati a livello di singolo paese mostrino una certa eterogeneità, anche per le Pmi italiane l'accesso al credito appare divenire meno problematico col trascorrere del tempo (Mascia, 2017).

4. Il caso francese: un termine di paragone?

I Pir non rappresentano una tipicità italiana: l'idea di concedere ai risparmiatori un vantaggio fiscale sui guadagni realizzati dai propri investimenti, infatti, nasce in Francia nel lontano 1992 con la creazione dei cosiddetti Pea (Plan

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

¹¹ Si veda *Bollettino Statistico* Banca d'Italia, IV, 2016.

¹² F. Crespi (2017).

¹³ Ad esempio, il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle Pmi, pur essendo superiore a quello delle grandi imprese, ha imboccato un trend al ribasso dopo il picco del 2014.

¹⁴ Sebbene per il finanziamento del capitale circolante si stiano sviluppando

anche in Italia canali alternativi quali il peer to peer lending. Si veda il caso Credimi (www.credimi.com).

¹⁵ In teoria, i Minibond potrebbero essere emessi anche da piccole imprese con fatturato sopra i 2 milioni e con più di 10 addetti, ma sembra difficile che tale potenzialità possa essere sfruttata in maniera diffusa da imprese che non abbiano una dimensione ben più consistente dei limiti minimi sopra indicati.

¹⁶ Survey on the Access to Finance of Enterprises (Safe).

d'épargne en actions) e, sebbene con modalità differenti, viene implementata nel Regno Unito nel 1999 mediante gli Isa (Individual Savings Accounts).

Dei due schemi summenzionati, il più indicato quale maggiormente affine alla versione italiana è quello francese; la logica che accomuna i nostri Pir all'analogo variante dei cugini d'Oltralpe è quella secondo cui per godere del beneficio dell'esenzione fiscale occorre evitare, nei primi cinque anni di vita del piano, di disinvestire le somme versate. Va peraltro osservato che rispetto alla versione originaria del 1992, nel 2014 la normativa francese ha introdotto un nuovo modello di Pea ancor più simile (all'apparenza) al nostro Pir. Infatti, con il decreto 283 del 4 marzo 2014, il Governo ha dato il via alla creazione dei Pea-Pme (Plan d'épargne en actions destiné au financement des Pme et Eti) con lo scopo appunto di incanalare il risparmio delle famiglie verso il finanziamento delle Piccole e medie imprese (Pme, Petite et Moyenne Entreprise) e delle imprese di dimensione intermedia (Entreprises de Taille Intermédiaire, Eti). Quest'ultimi strumenti presentano anch'essi un massimale di investimento totale che ammonta a 75.000 euro (150.000 euro per una coppia), mentre non è previsto un limite annuale¹⁷.

Per quanto attiene agli investimenti realizzabili dai Pea-Pme, l'universo delle società investibili è quello formato da imprese (anche non quotate) con meno di 5.000 addetti e meno di 1,5 miliardi di euro di giro di affari o un bilancio inferiore ai 2 miliardi di euro, avente sede legale nell'Unione europea. I titoli acquistabili sono invece azioni, quote di società a responsabilità limitata, alcuni strumenti di capitale di società cooperative, quote e azioni di prodotti di risparmio gestito che investono almeno il 75% in titoli indicati dalla normativa. Si nota subito come, qui, le similarità dei Pea-Pme con i Pir italiani vadano ad assottigliarsi: il concetto dimensionale di Pmi è infatti ben diverso, e inoltre non vi è una specifica focalizzazione sulla Francia, in quanto la sede legale delle società può essere anche all'estero (sebbene nell'Unione europea). Inoltre, si tratta di strumenti prevalentemente azionari, mentre la normativa italiana (e con essa il mercato) rende possibile l'investimento nel comparto obbligazionario.

¹⁷ Un risparmiatore può detenere sia un Pea che un Pea-Pme, ma non può avere più di un Pea-Pme. Per i Pea il limite massimo di investimento è 150.000 euro.

A ormai tre anni dal loro ingresso nel mercato, i Pea-Pme non hanno purtroppo soddisfatto le ambiziose attese dell'esecutivo francese. Al momento del loro lancio, infatti, il Governo prevedeva che tali piani avrebbero potuto catalizzare un ammontare di risorse a favore delle Pmi francesi almeno pari a 2 miliardi di euro solo nel primo anno. Tuttavia, alla fine del terzo trimestre del 2016 le risorse raccolte (sebbene in forte crescita rispetto al 2015) erano a malapena 670 milioni di euro e il numero di piani complessivamente sottoscritti risultava inferiore alle 60 mila unità (figura 1).

Tale insuccesso può essere spiegato da una serie di fattori che attengono sia alle caratteristiche del prodotto (in particolare), sia alla congiuntura macroeconomica (più in generale)¹⁸. In merito alle specifiche tecniche, i piani offerti ai risparmiatori francesi possono essere risultati di poco appeal per almeno due motivazioni: in prima battuta, il fatto di dover tenere vincolati i propri risparmi per 5 anni, pena la perdita del beneficio fiscale, può sicuramente aver inciso negativamente sulla loro diffusione; in secondo luogo, i Pea-Pme si distinguono ben poco dai classici Pea, se non per il fatto che questi ultimi possono investire solamente in aziende quotate. Le agevolazioni fiscali sono invece identiche; proprio per questo, molti risparmiatori tendono per prima cosa a riempire l'intero plafond del loro Pea prima di investire in un Pea-Pme.

Figura 1

Lo sviluppo dei Pea-Pme in Francia da fine 2014



FONTE: BANQUE DE FRANCE

¹⁸ Con riferimento a quest'ultima, non è da sottovalutare il fatto che la creazione dei Pea-Pme ha sofferto di condizioni di mercato alquanto sfavorevoli: a pochi mesi dal lancio di tali prodotti, infatti, la Borsa francese ha registrato un andamento negativo fino al dicembre del 2014, e poi una situazione di volatilità per tutto il 2015.

5. I primi prodotti in rampa di lancio: caratteristiche tecniche

Un altro aspetto su cui ragionare in merito ai Pir riguarda l'asset allocation degli stessi: la normativa, infatti, non impone vincoli prefissati di investimento in azioni e obbligazioni (nei limiti delle percentuali in investimenti qualificati sopra indicate). Se si pensa in particolare ai fondi-Pir, essi potranno più o meno spingersi verso l'azionario o l'obbligazionario, o addirittura rientrare nella categoria dei flessibili. Dal lato dell'investitore, a parte l'ovvio vantaggio che si avrà dall'agevolazione fiscale, la bontà dei fondi-Pir dipenderà allora (come sempre) dalle capacità gestionali delle case di investimento, dal profilo rendimento/rischio che si vorrà perseguire e, non ultimo, dai costi di gestione che verranno applicati.

Riteniamo quindi opportuno presentare una prima analisi delle caratteristiche tecniche dei fondi-Pir a oggi attivi sul

mercato a nostra conoscenza (12 marzo 2017), costruita a partire dalle informazioni reperibili sui Kiid dei fondi stessi e sulle pagine web delle società prodotto. La tavola 1 riporta un primo quadro di sintesi.

Dalla tavola è facile apprezzare, innanzitutto, come i primi fondi-Pir spazino dalla categoria azionario a quella flessibile, sebbene sembri prevalere la scelta di utilizzare fondi bilanciati più o meno spinti sulle azioni. I profili di rischio così come espressi nel Kiid vanno da 3 a 7.

I fondi possono essere di neo-costituzione, cioè appositamente creati per rispettare la normativa Pir (7 casi su 12), ovvero derivanti da trasformazioni di fondi già esistenti (5 casi su 12) per i quali si è provveduto semplicemente a variare il regolamento al fine di renderlo compliant alle nuove regole. In quest'ultimo caso siamo di fronte a strumenti per cui si può già apprezzare l'andamento delle performance nel corso del tempo e le scelte di asset allocation effettuate; inoltre, è possibile ipotizzare che i gestori di questi fondi

Tavola 1

Principali caratteristiche tecniche dei fondi-Pir attivi sul mercato (12 marzo 2017)

Isin	Nome	Sgr	C.A	S.S.%*	S.R.%	S.C.%	C.P.	Fondo preesistente	Distrib. proventi	Profilo rischio Kiid
IT0005240210	Zenit Pianeta Italia	Zenit sgr	Azionario Italia	0.00	4.00	1.80	Si	Si	No	6
IT0005240251	Zenit obbligazionario	Zenit sgr	Obbligazionario misto	0.00	3.00	1.30	Si	Si	No	3
IT0005238966	Pioneer Risparmio Italia (A)	Pioneer	Bilanciato obbligazionario	2.00	0.00	1.25	Si	No	No	3
IT0005243776	Pioneer Risparmio Italia (B)	Pioneer	Bilanciato obbligazionario	0.00	2.10	1.55	No	No	No	3
IT0000386489	Fondersel Pmi	Ersel A.M.	Azionario Italia	0.00	0.00	1.84	Si	Si	No	6
IT0005241655	Eurizon progetto italia 20	Eurizon	Bilanciato Obbligazionario	1.50	0.00	1.27	Si	No	No	3
IT0005241614	Eurizon progetto italia 40	Eurizon	Bilanciato	1.50	0.00	1.47	Si	No	No	4
IT0005241697	Eurizon progetto italia 70	Eurizon	Bilanciato azionario	1.50	0.00	1.67	Si	No	No	5
IT0005238081	Anima Crescita italia	Anima	Bilanciato Obbligazionario	4.00	0.00	1.46	Si	No	No	4
IT0005241101	Arca Economia Reale Bilanciato Italia	Arca	Bilanciato Obbligazionario	2.00	0.00	1.42	Si	No	No	4
IT0001019329	Mediolanum Flessibile (Futuro) Italia**	Mediolanum sgr	Flessibile	6.00	0.00	2.31	Si	Si	No	7
FR0011758085	Etf Lyxor Ftse Italia Mid Cap	Lyxor International	Azionario Italia	0.00	0.00	0.50	No	Si	Si	6

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE

Note: C.A. = classificazione Assogestioni; S.S.= spese di sottoscrizione; S.R. Spese di rimborso; S.C. = spese correnti; C. P.= commissione di performance

* Le commissioni di sottoscrizione sono quelle massime applicabili, e potrebbero essere scontate in fase di distribuzione.

** In merito al Fondo Mediolanum Flessibile (Futuro) Italia, in data 8 marzo 2017 la società di gestione, in considerazione della nuova politica di investimento, ha comunicato di aver variato il nome del fondo da «Mediolanum Flessibile Italia» a «Mediolanum Flessibile Futuro Italia».

Tavola 2

Metodo di calcolo della commissione di performance e benchmark/parametro di riferimento

Nome del fondo	Assogestioni	Metodo di calcolo della Cp	Benchmark/parametro
Zenit Pianeta Italia	Azionario Italia	20% dell'overperformance dovuta esclusivamente quando l'incremento percentuale del valore della quota sia superiore all'incremento percentuale del benchmark all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento (anno solare 1° gennaio-31 dicembre). Laddove maturata, la commissione è corrisposta annualmente a favore della Sgr mediante addebito dell'importo al fondo.	85% Comit Performance R 10/40, 15% Merrill Lynch Constant Maturity 3 months.
Zenit obbligazionario	Obbligazionario misto	20% dell'incremento percentuale registrato dal valore della quota rispetto al valore dell'high watermark assoluto. L'high watermark assoluto è il valore più elevato registrato dalla quota medesimo nell'arco temporale indicato nel Prospetto. Laddove maturata, la commissione è corrisposta mensilmente a favore della Sgr mediante addebito dell'importo al fondo	45% BofA Merrill Lynch Emu Direct Governments. 25% BofA Merrill Lynch Emu Corporates Large Cap. 20% BofA Merrill Lynch Euro Currency Libor 3-month Constant Maturity. 10% Ftse Italy All-Share
Pioneer Risparmio Italia (A)	Bilanciati obbligazionari	15% della differenza positiva, maturata nell'anno solare, tra la performance del Fondo e quella del parametro di riferimento	25% BofA Merrill Lynch 1-3 anni Euro Govt (EG01); 20% Ftse Italia Mid Cap Index (bloomberg code Itmc index); 55% BofA Merrill Lynch Euro Large Cap Corporate (Er10)
Pioneer Risparmio Italia (B)	Bilanciati obbligazionari	Non presente	25% BofA Merrill Lynch 1-3 anni Euro Govt; 20% Ftse Italia Mid Cap Index; 55% BofA Merrill Lynch Euro Large Cap Corporate
Fondersel Pmi	Azionario Italia	20% dei rendimenti del fondo eccedenti il rendimento del parametro di riferimento	50% Ftse Mib Tr; 50% Ftse Italia Mid Cap Tr
Eurizon progetto Italia 20	Bilanciato obbligazionario	10% dell'overperformance rispetto al benchmark nell'anno convenzionale (1° aprile-31 marzo di ogni anno)	60% BofA Merrill Lynch Italy Corporate 1-5 yr Custom Index; 20% Ftse Italia Mid Cap; 10% Bloomberg Barclays Us Treasury Bill in euro; 10% Jp Morgan Gbi Global in euro
Eurizon progetto Italia 40	Bilanciato	10% della differenza maturata nel periodo intercorrente tra il 1° aprile di ogni anno e il 31 marzo dell'anno successivo ("anno convenzionale") tra l'incremento percentuale del valore della quota e l'incremento percentuale del valore del parametro di riferimento relativi al medesimo periodo	50% BofA Merrill Lynch Italy Corporate 1-5 yr Custom Index; 10% Ftse Mib; 20% Ftse Italia Mid Cap; 10% JP Morgan Gbi Global in euro; 10% Msci World in euro.
Eurizon progetto Italia 70	Bilanciato azionario	10% della differenza maturata nel periodo intercorrente tra il 1° aprile di ogni anno e il 31 marzo dell'anno successivo («anno convenzionale») tra l'incremento percentuale del valore della quota e l'incremento percentuale del valore del parametro di riferimento relativi al medesimo periodo	30% BofA Merrill Lynch Italy Corporate 1-5 yr Custom Index; 30% Ftse Mib; 20% Ftse Italia Mid Cap; 20% Msci World in euro.
Anima Crescita Italia	Bilanciato obbligazionario	Se la performance del Fondo è positiva nel periodo di riferimento (da inizio anno solare) (calcolata tenendo conto anche degli eventuali proventi distribuiti e al netto degli oneri fiscali vigenti e di tutti i costi a eccezione della provvigione di incentivo) e superiore a quella del parametro di riferimento, rettificata degli oneri fiscali vigenti nel medesimo periodo, si calcola la differenza fra le due variazioni (overperformance). L'overperformance viene moltiplicata per una aliquota pari al 20%.	15% Msci Italy Small Cap (Gross Total Return – Euro); 7% Ftse MiB (Gross Total Return – Euro), 8% Msci World (Net Total Return – Euro); 50% BofA Merrill Lynch Italy Large Cap Corporate Custom Index (Gross Total Return – Euro); 15% JP Morgan GBI Global (Gross Total Return – Euro); 5% BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill (Gross Total Return – Euro).
Arca Economia Reale Bilanciato Italia	Bilanciato obbligazionario	20% della differenza tra il rendimento del Fondo nel periodo di riferimento e il rendimento del parametro di riferimento. La provvigione si applica solo se, nell'anno considerato, il rendimento del fondo è positivo e superiore al parametro di riferimento	20% BofA Euro Treasury Bill, 50% BofAml Sen It Corp Ex Re 5%ConstCust Eur, 30% Ftse Italia MidCap Tr Eur
Mediolanum Flessibile (Futuro) Italia	Flessibili	20% del differenziale di rendimento del Fondo rispetto all'obiettivo di rendimento indicato nel Regolamento del Fondo, qualora la variazione percentuale del valore unitario della quota, rispetto all'ultimo giorno dell'anno solare precedente, risulti positiva e sia superiore alla variazione percentuale dell'obiettivo di rendimento considerando il valore complessivo del fondo al netto di tutti i costi, a eccezione della provvigione di incentivo stessa. Il limite percentuale massimo di addebito della performance è pari al 200% della provvigione di gestione.	50% Msci Italy Total Return in euro, 50% JP Morgan Cash Index Euro Currency 1 month
Etf Lyxor Ftse Italia Mid Cap	Azionario Italia	Non presente	Ftse Italia Mid Cap

FONTE: NOSTRA ELABORAZIONE

abbiamo acquisito una maggiore expertise nell'investimento in piccole e medie imprese. Interessante, infine, la presenza di un Etf che replica un indice di società Mid Cap italiane. Per quanto attiene ai costi – tema che ha costituito oggetto di dibattito fin dall'inizio, in quanto si temeva che una eccessiva onerosità avrebbe potuto annacquare il vantaggio fiscale – occorre distinguere tra spese correnti (così come indicate nei Kiid) e altri costi. Le spese correnti appaiono tutto sommato in linea con il mercato (con l'ovvia eccezione al ribasso per l'Etf in lista), ma di certo non risultano particolarmente vantaggiose. Sicuramente le case di investimento avrebbero potuto fare di meglio per assecondare lo «sforzo fiscale» del legislatore.

Ma oltre alle spese correnti, non si può non sottolineare che le altre commissioni, di ingresso e di rimborso, appaiono in alcuni casi eccessive, per quanto è noto che nella prassi esse possano venire scontate in fase di distribuzione. Inoltre, è da sottolineare la presenza in 10 casi su 12 della commissione di performance che, come noto, è stata spesso oggetto di critiche in merito alle modalità della sua applicazione.

Proprio per meglio indagare quest'ultimo aspetto, la tavola 2 specifica le modalità di calcolo della commissione di performance (quando presente) e il benchmark o parametro di riferimento rispetto alla quale viene calcolata.

Come si può osservare, la commissione di performance varia da un 10 a un 20% della overperformance rispetto al benchmark o parametro di riferimento. Si tratta, anche in questo caso, di percentuali in linea con il mercato; tuttavia,

si noti che solo in un caso viene applicata la metodologia high watermark. Inoltre, in alcuni casi la scelta del benchmark o parametro di riferimento risulta, a nostro avviso, di non facile comprensione immediata per il cliente retail.

Bibliografia

- ABI** (2017), *Economia e Mercati Finanziari-Creditizi*, Monthly outlook, gennaio.
- ABI-Cerved** (2017), *Outlook ABI-Cerved sulle nuove sofferenze delle imprese*.
- Aifi** (2016), *Il mercato del Private Debt*.
- Assogestioni** (2017), *Mappa mensile del risparmio gestito*, gennaio.
- Banca d'Italia** (2016), *Bollettino statistico*, n. IV.
- Benard N.** (2014), *Investir efficacement dans les Pme avec le Pea-Pme*, Psycho Active Développement.
- Cerved** (2016), *Rapporto Pmi 2016*.
- Crespi F.** (2017), «Using Open-End Mutual Fund Resources to Finance Smes: The Potential Market Share of Eltifs», in S.P.S. Rossi (ed.), *Access to Bank Credit and Sme Financing*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions Series, London.
- Crespi F., Mascia D.V.** (2014), «L'utilizzo del reverse mortgage nell'ambito del personal financial planning: un'occasione mancata (o ancora da sfruttare) per il mercato italiano?», in *Il Risparmio Review*, 3, pp. 59-101.
- Della Valle I.** (2017), «Le mille facce dei Pir: appeal, costi, tasse e nodi da sciogliere», in *Il Sole 24 Ore*, 21 gennaio.
- European Central Bank** (2016), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area*, April-September.
- Longo M.** (2017), «Mini-Bond, in quattro anni emissioni per 11,5 miliardi», in *Il Sole 24 Ore*, 1° marzo.
- Mascia D.V.** (2017), *Credit crunch o sete d'affari?*, disponibile su www.contemplata.it.
- Mignarri E.** (2017), «Il debutto dei Piani individuali di risparmio sul mercato italiano», in *Bancaria*, 2, pp. 32-39.
- Politecnico di Milano** (2016), *Osservatorio CrowdFunding: 1° Report italiano sul CrowdInvesting*.