



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"I Piani Individuali di Risparmio (Pir) come possibile motore della  
ripresa economica"**

**RELATORE:**

**CH.MA PROF.SSA SAPIENZA ELENA**

**LAUREANDO: MIGLIORINI GIOVANNI**

**MATRICOLA N. 1160620**

**ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020**

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	2
<b>Capitolo 1: IL TESSUTO PRODUTTIVO ITALIANO: LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE</b> .....	4
<b>1.1 IL FINANZIAMENTO DELLE PMI</b> .....	6
<b>Capitolo 2: I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO</b> .....	9
<b>2.1 LE ESPERIENZE ESTERE</b> .....	14
<b>2.2 I PIR E L'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET (AIM) ITALIA</b> .....	17
<b>Capitolo 3: PROSPETTIVE E RIPRESA</b> .....	21
<b>3.1 PROSPETTIVE FUTURE</b> .....	21
<b>3.2 L'EMERGENZA COVID-19</b> .....	23
<b>CONCLUSIONE</b> .....	26
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	28

## INTRODUZIONE

L'inizio della seconda decade del XXI secolo è stato caratterizzato da una delle più grandi crisi dal dopoguerra ad oggi; una pandemia che sta mettendo in ginocchio la nostra salute e il nostro sistema produttivo ed economico. Le piccole e medie imprese italiane soffrono una grave crisi di liquidità dovuta in particolar modo alla sospensione (o riduzione) della produzione. Il problema dell'accesso al capitale e il finanziamento delle PMI italiane, da sempre rappresenta una sfida per il governo, basti pensare che il credito bancario dal 2011 ad oggi si è ridotto da 914 miliardi di euro a 668 miliardi (fonte Banca d'Italia). Da molti anni, ed ancor di più in questo momento, si cercano delle soluzioni per dare un concreto sostegno alle PMI attraverso strumenti funzionali e funzionanti. Un passo avanti da questo punto di vista è stato rappresentato dall'introduzione nel 2017 dei Piani individuali di risparmio (PIR): uno strumento finanziario che veicola i risparmi degli italiani, in particolare, verso le nostre PMI. Nel corso del triennio 2017-2019 gli effetti di questo strumento sono stati talvolta contraddittori, fornendo dei feedback ambigui su una forma di investimento non ancora molto diffusa ed accreditata. Segnali sicuramente positivi arrivano, invece, dal primo trimestre del 2020, dove grazie ad un "ri-allineamento" normativo, candida i PIR ad essere degli strumenti importanti nell'ottica imprenditoriale post Covid-19.

Dal grande interesse che nutro per questo tema e dall'evoluzione del contesto storico in cui vivo, mi è sorta spontanea una domanda: i PIR possono rappresentare uno strumento utile per le PMI italiane una volta terminata l'emergenza sanitaria? L'obiettivo di questo elaborato è cercare di dare una risposta a questo quesito attraverso un'approfondita analisi empirica dei PIR e del tessuto produttivo nazionale. La prova finale si costituisce di tre capitoli: il capitolo 1, "Il tessuto produttivo italiano: le piccole e medie imprese", presenta le peculiarità e le caratteristiche del tessuto produttivo italiano, focalizzandosi sul finanziamento delle PMI. Il secondo capitolo, "I Piani Individuali di Risparmio", offre un quadro generale sui PIR: cosa sono? Come operano? Quali sono i loro obiettivi? Come sono regolamentati? Quali modifiche sono state apportate alla normativa e che effetti hanno avuto sul mercato borsistico italiano? Quali esperienze simili sono presenti all'estero? Possono rappresentare una valida alternativa per il finanziamento delle PMI? Quali effetti hanno avuto su AIM Italia? Il capitolo finale, "Prospettive e ripresa", è suddiviso in due parti strettamente collegate: nella prima parte, vengono presentati i risultati di un recente studio dell'Osservatorio AIM di IR TOP Consulting relativamente agli effetti che i PIR avranno sul listino AIM Italia per il triennio 2020-2022; nella seconda parte, dopo aver introdotto le principali problematiche delle PMI in questa situazione di emergenza, vediamo come e quanto i PIR possano aiutare le piccole e medie imprese a riprendere un trend positivo e di crescita.

Le ultime modifiche normative introdotte riconducono i PIR al loro impianto originario, riportando l'attenzione e i risparmi degli italiani su una forma di investimento propedeutica alla ripresa economica. Traendo vantaggio da quest'ultime modifiche, i PIR potranno rappresentare il motore della ripresa per le PMI italiane post Covid-19, da un lato offrendo un'esenzione fiscale ai risparmiatori, dall'altro riversando sul mercato una grande massa di liquidità. Attraverso questo elaborato non si vuole affermare che i Piani Individuali di Risparmio salveranno le piccole e medie imprese italiane, ma si vuole mettere in luce il loro potenziale nel fornire un aiuto concreto alle nostre PMI.

## Capitolo 1: IL TESSUTO PRODUTTIVO ITALIANO: LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

L'economia reale rappresenta l'ambito della vita economica direttamente collegato alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi, quindi tutto ciò che riguarda la parte "fisica" dell'attività d'impresa (fabbriche, immobili, terreni, impianti, merci e così via). Una delle maggiori difficoltà che queste realtà incontrano è la relazione con l'economia finanziaria, essenziale per il reperimento dei capitali necessari al buon funzionamento del sistema produttivo.

L'ossatura del sistema produttivo italiano è rappresentata per il 92%<sup>1</sup> da piccole e medie imprese, ovvero entità economiche caratterizzate da dimensioni rientranti entro certi limiti<sup>2</sup> occupazionali e finanziari prefissati. In Italia, nel 2018, le imprese che rientrano nei requisiti di PMI<sup>3</sup> sono 157.754 società, tra cui 130.300 sono piccole imprese e 26.454 sono medie aziende, rappresentando un giro d'affari di circa 1.000 miliardi di euro. Queste PMI danno lavoro a circa 4 milioni di addetti, di cui 2,2 milioni lavorano in aziende piccole e 1,9 milioni in aziende di media dimensione.

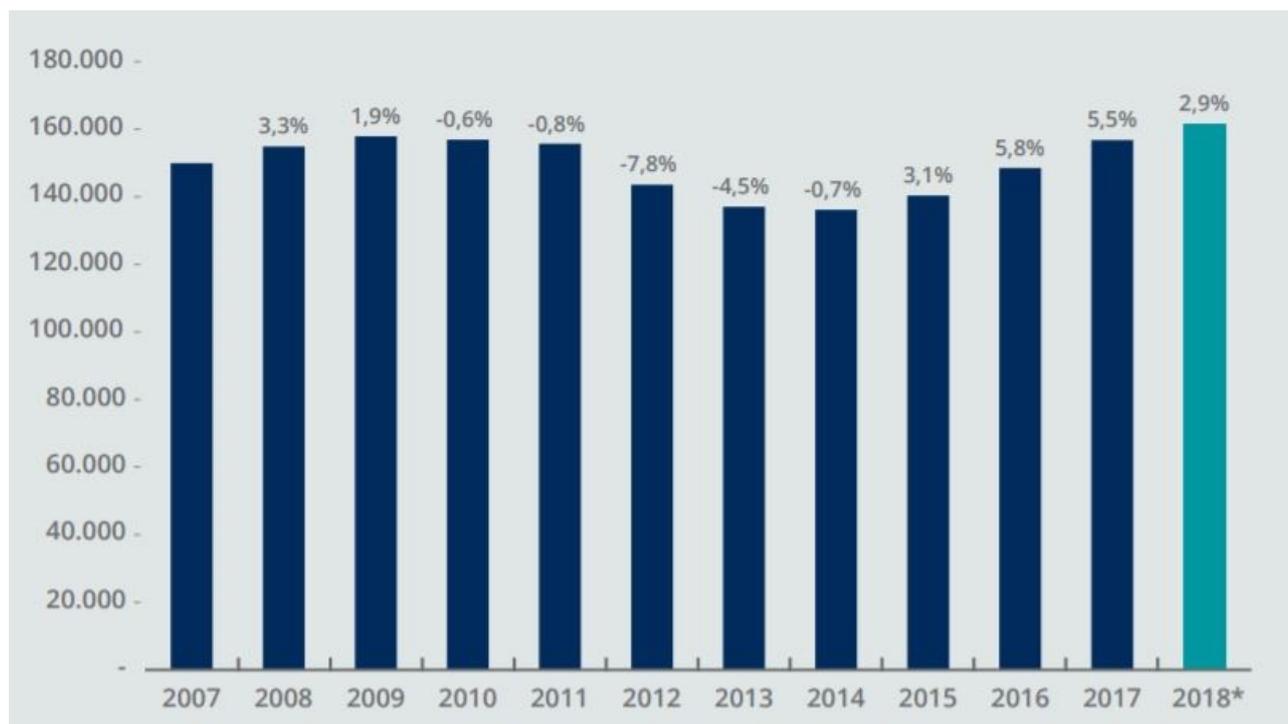


Figura 1.1 Il numero di PMI. Valori assoluti, tassi di crescita a/a. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019.

<sup>1</sup> In questa stima si tiene conto anche delle microimprese, le quali rappresentano da sole il 95% del totale

<sup>2</sup> Ricordiamo: per piccola impresa si intende un'impresa con meno di 50 occupati ed un fatturato (oppure un totale di bilancio) non superiore a 10 milioni di euro; per media impresa ci riferiamo ad imprese con meno di 250 occupati ed un fatturato non superiore a 50 milioni di euro (oppure un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro)

<sup>3</sup> Si veda *Rapporto Cerved PMI 2019* (il numero non tiene conto delle microimprese)

Il fenomeno delle PMI nel nostro paese pone le sue radici storiche negli anni Settanta, dove in tutti i paesi avanzati si è registrato un processo di de-verticalizzazione delle imprese e una riduzione della dimensione media, causati da una serie di fattori tecnologici ed economici. Nel nostro paese hanno giocato un ruolo fondamentale il minor costo del lavoro e la mancanza di un moderno sistema di finanziamento all'attività d'impresa. In particolar modo questo secondo fattore ha fatto sì che “le imprese piccole e a gestione familiare non avevano alcun interesse a crescere e a oltrepassare la dimensione oltre la quale il rapporto col mercato finanziario effettua un salto di qualità, diventando maturo ed autonomo” (Rodano G., 2018), infatti per queste ultime l'assenza di un moderno e vasto mercato azionario era irrilevante. Un altro elemento che può aver contribuito al contenimento delle dimensioni delle aziende italiane è da ricercarsi nella riforma del mercato del lavoro, dove l'art.18 dello *Statuto dei diritti dei lavoratori* (1970) creò una certa riluttanza nelle imprese a crescere di dimensioni perché aumentavano le protezioni a favore dei lavoratori e di conseguenza rendeva più difficile per l'impresa assumere nuovi dipendenti. Infatti l'applicazione di tale articolo è condizionata a soglie dimensionali, quindi rivolto ad imprese con un numero di addetti superiore alle 15 unità. Con l'avvenire degli anni Ottanta le PMI sono diventate il cuore pulsante del nostro sistema produttivo. Un altro fattore di sviluppo delle piccole e medie imprese nel territorio nazionale è stata la facilità dell'evasione fiscale legata alle dimensioni contenute delle imprese. In questa direzione a nulla è servita la riforma tributaria degli anni Ottanta, con la quale viene sostituita l'IGE con l'IVA, creando un sistema sempre più permeabile all'evasione fiscale. Infatti seppur “l'IGE, tassando per intero e a cascata ogni passaggio delle transazioni effettuate nel processo di produzione del bene, era ovviamente più iniqua dell'IVA, ma almeno induceva le imprese a promuovere la loro “integrazione verticale” ed in tal modo le imprese tendevano a crescere di dimensione, con tutti i vantaggi connessi in termini di economie di scala, produttività, sindacalizzazione, ecc.” (Rodano G., 2018). Inoltre, sempre negli anni Ottanta, molte imprese di grandi dimensioni si sono mosse nella direzione opposta, delocalizzando territorialmente le attività produttive in impianti di dimensioni relativamente piccole. Questo in risposta ad una serie di incentivi pubblici che favorivano gli investimenti nel Mezzogiorno e nelle altre aree represses del paese, e per arginare il confronto con le forze sindacali sempre più antagoniste. La diffusione su tutto il territorio nazionale delle PMI è legata anche al fatto che la produzione italiana è specializzata in settori privi di economie di scala (arredo casa, tessile, servizi tradizionali, ecc.) e di conseguenza la dimensione minima efficiente è contenuta. “Ma le imprese italiane sono anche più piccole, in media, di quelle di altri paesi avanzati appartenenti allo stesso settore; vi è, insomma, un nanismo generalizzato” (Trento S., 2015).

Le PMI rappresentano delle realtà estremamente competitive a livello mondiale, ma talvolta non riescono ad esprimere a pieno le loro potenzialità condizionatamente a due criticità endemiche al mondo dell'impresa: da un lato, "l'ossessione del controllo" (Trento S., 2015) da parte degli imprenditori che vogliono restare padroni della propria impresa; dall'altro lato, una difficoltà nell'accesso al capitale proveniente dall'esterno, il quale impedisce sia la crescita dimensionale sia la realizzazione di progetti ambiziosi. L'accesso al capitale e al finanziamento rappresenta uno dei maggiori ostacoli per le piccole e medie imprese italiane. Inoltre "la mancanza di una legislazione chiara, stabile e semplice, unitamente alla presenza di una burocrazia lenta e farragginosa, minano non solo la capacità delle imprese italiane di attrarre fondi dall'estero, ma anche la possibilità delle stesse di uscire dai confini nazionali" (Etro L., 2016).

### **1.1 IL FINANZIAMENTO DELLE PMI**

Le PMI sono caratterizzate da un fabbisogno finanziario in costante evoluzione nel tempo, rappresentato dal capitale necessario per garantire la sopravvivenza e la continuità delle stesse. Questo fabbisogno è soddisfatto nella maggior parte dei casi ricorrendo a tre diverse forme di finanziamento: il credito commerciale, l'autofinanziamento o l'indebitamento bancario.

Il credito commerciale rappresenta una forma di finanziamento che nasce mediante un accordo con aziende commerciali, per esempio un'azienda fornitrice. Si tratta di una dilazione di pagamento, dove il fornitore rinuncia alla disponibilità immediata di liquidità sostenendo quindi un costo<sup>4</sup> e di conseguenza accollandosi un rischio, consentendo all'impresa debitrice di ottenere un vantaggio in termini, per esempio, di fondi per compensare la minor disponibilità di credito bancario.

Con il termine autofinanziamento ci riferiamo ai "finanziamenti che provengono, non dall'apporto di credito, nelle forme di conferimento di capitale proprio o terzi, ma dalla gestione stessa dell'azienda, in virtù del conseguimento di utili netti d'esercizio e del loro mancato prelevamento." (Onida P, 2009). Rappresenta dunque la capacità dell'impresa di coprire in modo autonomo parte del proprio fabbisogno finanziario. Nella teoria economico-aziendale vengono solitamente distinte due diverse tipologie di autofinanziamento:

- L'autofinanziamento in senso stretto che si realizza con gli utili prodotti e non prelevati dall'imprenditore o dai soci e di conseguenza trattenuti all'interno dell'impresa che portano ad un accrescimento del capitale proprio;

---

<sup>4</sup> Nella maggior parte dei mercati il costo dell'operazione viene già incluso nel prezzo della fornitura

- L'autofinanziamento in senso lato che si realizza attraverso le risorse monetarie create dalla gestione reddituale. Quest'ultimo può anche essere espresso come differenza tra ricavi di vendita e costi aventi manifestazione finanziaria nell'esercizio.

L'impresa qualora l'autofinanziamento non sia più sufficiente ricorre all'esterno per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. La forma prediletta dalle PMI è il ricorso all'indebitamento bancario, infatti queste imprese sono caratterizzate da un elevato rapporto di *leverage*, ovvero la proporzione che esiste tra le risorse proprie e le risorse di terzi utilizzate per finanziare gli impegni. In seguito alla "grande recessione" mondiale del 2008 il credito concesso alle PMI dagli istituti finanziari è diminuito drasticamente. Secondo i dati pubblicati dalla Banca d'Italia ad aprile 2019<sup>5</sup> la contrazione del credito prosegue, dai 914 miliardi di euro di novembre 2011 il credito è sceso a 668 miliardi di euro erogati. Le imprese si sono trovate, dunque, all'interno della morsa del *credit crunch*, ovvero un significativo calo nell'offerta di credito. Infatti le banche, come reazione all'aumento del debito pubblico e al conseguente aumento dei tassi di interesse sul mercato interno, preferiscono destinare le loro (scarse) risorse residue nell'acquisto di titoli di debito pubblico. La conseguenza è una riduzione significativa della liquidità a scapito dei settori produttivi, con un effetto domino sugli investimenti e quindi anche sulla crescita economica. Le PMI si trovano dunque a dover fronteggiare una situazione di difficoltà per accedere al credito, già messa a dura prova da regole stringenti data la loro classificazione come soggetti a maggiore rischiosità. Inoltre l'introduzione delle riforme di Basilea III (2010) che costringono le banche ad una gestione più prudente del rischio e della liquidità, aumentando così il costo del capitale per le banche e incrementando i tassi sui prestiti, vanno ad impattare sulle due fonti finanziarie principali delle PMI ossia i prestiti non garantiti e quelli a medio lungo termine. Le piccole e medie imprese hanno maggiori difficoltà di accedere al credito non solo a causa della fragilità finanziaria, ma anche per un minore interesse del sistema bancario a fornire loro finanziamenti. Infatti le imprese di piccole dimensioni, molto spesso, non riescono a garantire un sistema efficiente di comunicazione dei risultati e delle variabili economico-finanziarie, introducendo elementi di scarsa trasparenza.

In molte occasioni, come già visto nel corso della storia delle PMI, queste realtà sono poco spesso orientate alla crescita aziendale, condizione base per dare vita ad un investimento. Le criticità per le PMI ad accedere al finanziamento sono dunque accentuate dallo scarso utilizzo del mercato obbligazionario e dell'*equity*. Le numerose trasformazioni, verificatesi all'interno del sistema creditizio, hanno infatti favorito lo svilupparsi di strumenti alternativi di finanziamento soprattutto in un'ottica di crescita aziendale. A tal proposito, e in risposta all'evolversi della domanda della

---

<sup>5</sup> Si veda Bollettino Economico n.2 di Aprile 2019 pubblicato dalla Banca d'Italia

clientela, orientata verso pacchetti di strumenti finanziari sempre più confacenti a particolari esigenze e sempre meno verso prodotti standardizzati, sono stati introdotti nuovi strumenti e piattaforme: l' *Alternative Investment Market* (AIM) nel 2009, un mercato italiano gestito da Borsa Italiana e dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita grazie ad un approccio regolamentare equilibrato; e sempre nello stesso anno i *mini-bond*, ovvero titoli di debito a medio-lungo termine emessi da PMI non quotate, destinate a piani di sviluppo, ad operazioni di investimento straordinarie o di *refinancing*. Questa tipologia di strumenti permette alle piccole e medie imprese di aprirsi al mercato dei capitali, riducendo la dipendenza dal credito bancario. Con l'introduzione del mercato AIM Italia è stato facilitato l'accesso per le piccole e medie imprese italiane al capitale di rischio, fonte di finanziamento inimmaginabile fino a qualche anno fa, che nel corso del triennio 2017-2019 ha subito un'interessante crescita dal punto di vista del volume degli scambi e delle nuove quotazioni.

In risposta alle criticità dal punto di vista dell'accesso al capitale e al finanziamento, nel 2016 il governo ha varato il Piano nazionale Industria 4.0<sup>6</sup>, con lo scopo di rilanciare la competitività dell'industria e della produttività italiana attraverso una serie di incentivi per l'innovazione. Tra le iniziative proposte dal "Piano Industria 4.0" per rafforzare la finanza a supporto all' Industria 4.0, Venture Capital (VC) e start-up, emergono i Piani Individuali di Risparmio (PIR), ovvero degli strumenti di detassazione capital gain su investimenti a medio/lungo termine. Nei prossimi capitoli conosceremo meglio questo strumento "relativamente nuovo"<sup>7</sup> e andremo a vedere come può rappresentare una forma di finanziamento utile alla ripresa economica.

---

<sup>6</sup> Secondo il Rapporto Cerved PMI 2017 dall'introduzione del piano nazionale Industria 4.0 le PMI hanno incrementato gli investimenti dal 6,2% al 7,8% rispetto alle immobilizzazioni materiali, con andamenti positivi in tutte le dimensioni e in tutti i settori considerati

<sup>7</sup> Mi riferisco al fatto che, come vedremo nel paragrafo 2.1, all'estero già da molti anni esistono numerosi strumenti riconducibili ai PIR

## Capitolo 2: I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

I Piani individuali di risparmio (PIR), già annunciati con il “Piano Industria 4.0”, sono stati introdotti nel 2016 con la Legge n.232 dell’11 dicembre 2016 (“Legge di Bilancio 2017”) ed entrati in vigore l’anno successivo. Sono dei “contenitori fiscali” di diversa natura (fondi, gestioni patrimoniali, contratti di assicurazione o depositi titoli), i quali possono avere in portafoglio azioni, obbligazioni, quote di fondi, ecc., rispettando però alcuni limiti. L’elemento distintivo dei PIR è di offrire un’esonazione fiscale sui redditi da capitale (dividendi, cedole, interessi, capital gain) e sull’imposta di successione. Alla luce di queste peculiarità emergono nitidamente gli obiettivi di questo strumento finanziario: da un lato favorire lo sviluppo del sistema economico “offrendo maggiori opportunità di rendimento alle famiglie e aumentando le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine”(Intermonte SIM e Politecnico di Milano, 2018); dall’altro lato promuovere l’accesso al mercato dei capitali di rischio per le PMI “favorendo lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali” (Intermonte SIM e Politecnico di Milano, 2018).

Esistono due tipi di vincoli per poter beneficiare dell’esonazione fiscale: uno relativo alla composizione del patrimonio e l’altro relativo al periodo di detenzione. La legge 232/2016 nell’articolo 1 commi 100-114 fornisce l’impianto originario dei PIR e ne definisce le condizioni da rispettare. Il co. 100 sancisce che solamente persone fisiche residenti in Italia (maggiorenni e non) possono usufruire della detrazione e che questa riguarda i redditi derivanti dagli investimenti nei piani di risparmio a lungo termine, con l’esclusione di quelli che concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile. Ciascuna persona fisica, come stabilito dal co.112, non può essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine e ciascun piano di risparmio a lungo termine non può avere più di un titolare. Oltre al beneficio dell’esonazione fiscale sui redditi da capitale, il co.114 dichiara che anche il trasferimento a causa di morte degli strumenti finanziari detenuti nel piano non è soggetto all’imposta sulle successioni e donazioni. Con riguardo all’unico limite temporale il co.106 stabilisce che gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni. Sempre il medesimo comma afferma che in caso di cessione anticipata degli strumenti finanziari oggetto di investimento, i redditi realizzati sono soggetti a imposizione secondo le regole ordinarie, unitamente agli interessi senza applicazione di sanzioni. Il corpo principale della disciplina dei PIR è rappresentato dai vincoli di portafoglio, i quali definiscono la composizione fisica del piano di risparmio:

- “L’investimento non deve riguardare partecipazioni azionarie qualificate” (Intermonte SIM e Politecnico di Milano, 2018), dunque quote di azioni contraddistinte dal fatto di rappresentare una percentuale di diritti di voto superiore a determinate soglie;
- Il co.101 sancisce che il piano di risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro;
- Il co.102 stabilisce che in ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell’anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70% 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 diversa da quella immobiliare. Di questa quota “non meno del 30% deve essere investita in titoli che appartengono all’indice FTSE MIB o ad indici comparabili di altri listini europei” (Intermonte SIM e Politecnico di Milano, 2018);
- Il co.104 sancisce che 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 un’altra società appartenente al medesimo gruppo dell’emittente o della controparte o in depositi e conti correnti;
- Il co.105 stabilisce che le somme o valori destinati nel piano non possono essere investiti in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni.

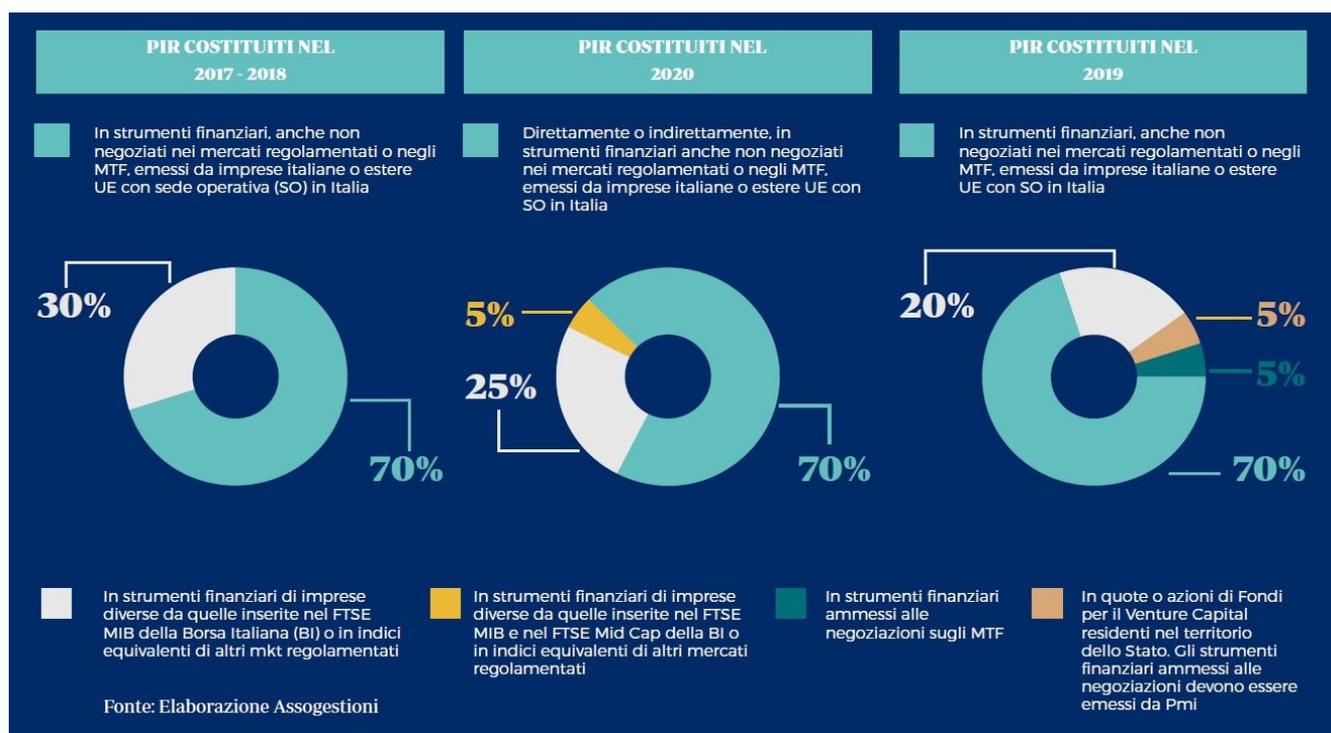
L’impianto originario dei PIR, qui presentato, rappresenta il punto di partenza adottato dal governo nel 2017, suscitando non poche critiche e perplessità. Il quadro interpretativo della normativa PIR è stato completato con la pubblicazione da parte dell’Agenzia delle entrate della circolare n.3/E del 26 febbraio 2018, integrando le indicazioni fornite dal MEF e soffermandosi sugli aspetti operativi che caratterizzano la gestione del piano e sugli adempimenti posti a carico degli intermediari finanziari. Il chiarimento più importante riguarda gli strumenti finanziari derivati, che sono ammessi nell’ambito dei PIR solo a determinate condizioni.

La legge di Bilancio 2018 (legge n.205 del 2017, art.1 co.73) ha previsto che gli enti di previdenza e fondi pensione possano investire somme, fino al 5% dell’attivo patrimoniale, nell’acquisto di quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati e originati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti non professionali, gestite da intermediari finanziari, da istituti di pagamento ovvero da soggetti vigilanti operanti sul territorio italiano in quanto autorizzati in altri Stati dall’UE.

La stessa legge ha inoltre ammesso tra le imprese nelle quali deve essere investito almeno il 70% dei PIR anche le imprese che svolgono un'attività immobiliare (legge n.205 del 2017, art.1 co.80). Con la legge di Bilancio 2019 (legge n.145 del 2018) vengono introdotti ulteriori vincoli di investimento applicabili ai piani individuali di risparmio istituiti a partire dal 1 gennaio 2019. Oltre ai vincoli stabiliti dalla previgente normativa, al fine di beneficiare del regime di esenzione, il co. 212 stabilisce che la predetta quota del 70 per cento deve essere investita:

- per almeno il 5 per cento del valore complessivo in strumenti ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione e questi strumenti devono essere emessi da piccole e medie imprese;
- per almeno il 30 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati;
- per almeno il 5 per cento in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo.

“La Legge di Bilancio 2019 indica come Fondi per il Venture Capital gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che destinano almeno il 70 per cento dei capitali raccolti in investimenti in favore di piccole e medie imprese, non quotate, domestiche o comunitarie che soddisfano particolari condizioni” (Musile Tanzi P., 2019). L'introduzione di queste novità normative ha causato una battuta d'arresto per i PIR, rendendo infatti impossibile per i gestori coniugare le esigenze di liquidità e valorizzazione quotidiana di un fondo aperto con la tipica caratteristica di “illiquidità” di questi strumenti finanziari. “L'andamento negativo della raccolta dei piani individuali di risparmio, -350,6 milioni di euro nei primi due trimestri del 2019, mostra come le modifiche apportate abbiano significativamente ridimensionato l'attrattività dello strumento” (Assogestioni, 2019). Con la legge di bilancio 2020 (legge n.160 del 2019) sono stati introdotti altri vincoli, cambiandone altri relativi all'anno precedente. Tra questi l'obbligo di investire il 5 per cento del 70 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserire nei panieri FTSE MIB e FTSE MIDCAP (o indici equivalenti di altri mercati regolamentati). Si tratta dunque di un ritorno al passato che elimina l'imposizione di un investire un 3,5% del patrimonio anche in quote o azioni di fondi di venture capital. Tra le altre novità del 2020, infine, la concessione alle Casse Previdenziali e ai fondi di investimento di detenere più di un PIR, nel limite del 10% del patrimonio.



**Figura 2.1 L'evoluzione dei PIR. Fonte: Assogestioni**

Un tema molto discusso è quello che riguarda i costi dei PIR, infatti il timore è che le commissioni possano essere maggiori del beneficio fiscale offerto da tali strumenti. Sommando commissioni di gestione, di ingresso e di performance, il rischio è infatti che la cifra da pagare sia troppo elevata<sup>8</sup>. Seguendo questa strada i PIR possono essere visti come un grande aiuto per le banche e per l'azienda del risparmio gestito, infatti l'obiettivo di questi *players* è quello di speculare sulle commissioni dei risparmiatori e considerando l'holding period elevato dei piani di risparmio, queste ultime lievitano. Infatti nella Tabella 2.1 possiamo osservare per quattro diverse categorie di strumenti finanziari come sono ripartite le spese. I PIR costano non poco: in uno studio realizzato a Marzo del 2018 dal Politecnico di Milano e Intermonte, è risultato che il primo anno (2017) tra costi di ingresso e commissioni di gestione il 2,3% del capitale investito è stato bruciato dai costi.

<sup>8</sup> Si veda <https://www.ilsole24ore.com/art/quanto-costano-pir-commissioni-confronto-58-prodotti-AEUyNlxD>

Fondi	Commissioni di gestione (%)	Spese correnti (%) (*)	Spese di ingresso max (%)	Commissioni di performance (%)
<b>AZIONARI ITALIA</b>				
ACOMEA ITALIA P1	1,9	2,01	4	20% rispetto all'Hwm relativo
EURIZON PIR ITALIA AZIONI	1,8	1,87	1,5	10% dell'extra rendimento rispetto al benchmark
<b>BILANCIATI</b>				
ALLIANZ ITALIA 50 SPECIAL	1,4	1,45	3	10% dell'extra rendimento rispetto al benchmark
UBI PRAMERICA MITO 25	1,2	1,33	2	25% dell'extra rendimento rispetto al benchmark
<b>FLESSIBILI</b>				
MEDIOLANUM FLESSIBILE FUTURO ITALIA	1,75	1,81	3	20% rispetto all'obiettivo di rendimento
ACOMEA PATRIMONIO ESENTE	1,7	1,81	4	15% rispetto all'Hwm assoluto
<b>OBBLIGAZIONARI</b>				
NEW MILLENNIUM S. AUGUSTUM ITALIANI DIV. B.	0,75	0,99	0	10% rispetto all'Hwm assoluto

Tabella 2.1 L'offerta dei principali piani individuali di risparmio in Italia. Fonte: il Sole24 ore e Assogestioni, rielaborato personalmente.

(\*) Le spese correnti comprendono le commissioni di gestione e gli altri oneri ricorrenti.

Allo stesso tempo l'introduzione dei PIR, come emerso da un recente studio dell'Osservatorio AIM di IR TOP Consulting<sup>9</sup>, rappresenta<sup>10</sup> una fonte di potenziali effetti positivi sul sistema finanziario italiano, nello specifico:

- Aumentare il numero di investitori istituzionali sulle MID/Small Cap italiane, infatti i nuovi capitali provenienti dai PIR potrebbero alimentare l'interesse verso una porzione di mercato storicamente caratterizzata da un minor numero di investitori rispetto alle società MIB;
- Aumentare il numero di investitori retail su AIM Italia, in particolar modo alla luce dell'esenzione fiscale e degli incentivi per le PMI innovative;
- Incrementare la liquidità e ridurre il gap tra performance azionarie e fondamentali, privilegiando il segmento MID/Small Cap e migliorando gli scambi in termini di volumi e controvalore;
- Sviluppare il mercato primario con nuove IPO e il mercato secondario attraverso ulteriori aumenti di capitale, in questo modo si potrà ampliare l'universo investibile e, tramite un mercato più efficiente, rendere la quotazione in borsa per le PMI italiane una valida alternativa al credito bancario. Inoltre nuovi investitori saranno interessati a indirizzare i capitali sul mercato primario e secondario, attraverso aumenti di capitale, con effetti positivi sulla liquidità dei titoli e del mercato;
- Stimolare l'economia creando ricchezza per l'economia e stimolando la nascita di nuovi posti di lavoro, con effetti positivi sulla crescita del PIL;
- Contribuire alla diffusione della cultura della quotazione e dell'investimento a medio-lungo termine, infatti l'accesso al mercato da parte di nuove PMI contribuirà alla diffusione della cultura dell'equity capital market tra gli imprenditori italiani e della cultura dell'investimento a lungo termine tra i risparmiatori italiani.

## **2.1 LE ESPERIENZE ESTERE**

L'introduzione dei PIR in Italia si ispira a strumenti finanziari già presenti da molti anni, in altri stati, a livello globale. Infatti già dagli anni novanta, in Europa e in tutto il mondo, furono creati i primi "PIR esteri". Questi strumenti differiscono da stato a stato, e ognuno di essi ha delle peculiarità particolari. Vediamo ora nel dettaglio le diverse esperienze oltreconfine.

---

<sup>9</sup> Si veda Osservatorio AIM di IR TOP Consulting, 2020. *PIR di terza generazione: stima dell'impatto su AIM Italia per il 2020. Effetti nel triennio 2020-2022*. p.9

<sup>10</sup> ...e lo ha dimostrato nei primi due anni dall'introduzione

### Individual Saving Accounts (ISAs) in Gran Bretagna

I “PIR inglesi” si chiamano *Individual Saving Accounts* e sono stati introdotti il 6 aprile del 1999, andando a rimpiazzare i PEPs (*Personal equity plans*) e i TESSAs (*Tax-Exempt Special Saving Accounts*). Gli ISA si presentano come soluzioni d’investimento liberamente componibili: conti deposito, azioni, fondi, comprendono anche soluzioni più innovative come crowdfunding e P2P. Anche in questo caso è presente una totale esenzione fiscale sui redditi e sugli interessi generati, ma, al contrario dei PIR, non è previsto un limite temporale nell’investimento mentre è previsto un tetto massimo al capitale investito annuale, pari a 20 mila sterline. Esistono cinque tipologie diverse di ISA:

- I *cash ISA*, introdotti nel 2008, rappresentano dei prodotti finanziari simili ai conti di deposito, sottoscritto dai giovani (a partire dai 16 anni) per i primi risparmi e costituito da attività liquide. All’interno di questa famiglia troviamo anche gli *help to buy ISA*, i quali non sono altro che dei semplici conti nati per aiutare gli acquirenti di prima casa a risparmiare l’ammontare necessario per l’acquisto di tale immobile;
- Gli *stocks and shares ISA*, introdotti nel 2008, sono un portafoglio che include azioni societarie, quote di trust o di fondi di investimento e obbligazioni;
- Gli *Junior ISA*, introdotti nel 2011, sono una forma di risparmio a favore dei minorenni. La famiglia può depositare denaro sul conto nell’interesse del figlio senza che l’imposta sul reddito e l’imposta sul capital gains si applichino agli interessi e sul guadagno derivante dagli investimenti.
- Gli *Innovative Finance ISA*, introdotti il 6 aprile 2016, sono dei conti utilizzati per investire nei nuovi strumenti di debito peer-to-peer(P2P) destinati direttamente ad aziende o privati senza l’interferenza di alcun soggetto intermediario;
- I *Lifetime ISA*, introdotti nel 2017, si differenziano dalle altre tipologie per la platea a cui si riferiscono: se gli ISA possono essere aperti anche da minorenni, possono usufruire dei LISA solo persone tra i 18 e 39 anni, con vincoli all’investimento più stringenti (tetto massimo investibile di 4 mila sterline). Con questo piano di risparmio quanto investito dai giovani negli ISA, destinato o all’acquisto della prima casa o ad un piano pensionistico, viene incrementato da fondi pubblici nella misura del 25% fino a un massimo di mille sterline all’anno.

### Plan d’èpargne en actions (PEA) in Francia

La soluzione più simile ai nostri PIR è quella francese, che nel 1992 hanno introdotto i *Plan d’Epargne en Actions*. Questa soluzione è costituita per almeno il 75% da titoli azionari

dell'Eurozona, mentre la parte rimanente può essere detenuta sotto forma di liquidità, non essendo possibile l'utilizzo di strumenti obbligazionari. Come per i nostri PIR sono presenti forti benefici fiscali per gli investitori che li detengono per almeno cinque anni, mentre l'ammontare massimo investibile è fissato a 150 mila euro. Le differenze sostanziali con i PIR italiani sono in primis l'area geografica su cui è possibile investire, mentre con i PIR è possibile investire solo ed esclusivamente su aziende aventi sede in Italia, con i PEA è possibile investire su tutto il territorio dell'Unione Europea. Un'altra differenza è relativa agli obblighi sugli investimenti, infatti nei PEA originari non vi è l'obbligo di investire sulle PMI francesi. A riguardo di quest'ultima considerazione, nel 2014, sono stati introdotti i PEA-PME (*Plan d'Epargne en Actions – Petites et Moyennes Entreprises*), ovvero “la versione dei PEA dedicati alle piccole e medie imprese, ma al contrario di quanto accade nel nostro Paese l'investimento massimo previsto è di 75 mila euro”<sup>11</sup>. Queste soluzioni d'investimento, infatti, convogliano i capitali raccolti verso le PMI francesi, permettendo anche l'utilizzo di strumenti obbligazionari precedentemente esclusi. Sin dalla loro introduzione, i PEA-PME, non hanno riscontrato grande attenzione da parte degli investitori, probabilmente per il fatto che non presentano particolari vantaggi rispetto ai PEA ordinari. Di conseguenza, l'unico e vero motivo che potrebbe spingere un investitore a sottoscrivere i PEA-PME è il risparmio fiscale nel caso di superamento del limite di 150 mila euro previsto per i piani ordinari.

#### *Individual Retirement Account (IRA) negli Stati Uniti*

Oltreoceano, già nel 1974, furono introdotti negli Stati Uniti gli *Individual Retirement Account*, i quali hanno subito numerose modifiche nel corso degli anni, mantenendo però inalterate le loro fondamenta. Queste soluzioni di investimento, si presentano come piani di risparmio per la pensione, alimentati da versamenti annuali ed investiti in attività di natura finanziaria, quali azioni o fondi. Questi piani previdenziali sono gestiti direttamente dal titolare, il quale indica al gestore la destinazione prescelta. La peculiarità degli IRA è data dal regime fiscale cui essi sono assoggettati, infatti come i PIR, i loro rendimenti complessivi sono esenti da prelievo fiscale nel caso in cui sia accertata la rispondenza a determinati requisiti. Per quanto riguarda la tipologia 401 K-DC Plan, si tratta di fondi pensione con totale esenzione dall'imposta su plusvalenze per i soli lavoratori dipendenti, i quali investono principalmente in Mutual Funds. Allo stesso tempo esiste anche un IRA per lavoratori autonomi, il quale però predilige investimenti in certificati di deposito, titoli di mercato monetario e finanziario.

---

<sup>11</sup> Si veda ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CODA NEGOZIO E., DI DONATO S., FANTONI M., IMPARATO A., IMPARATO M., PASQUETTI L., PESARO C., PIRO A., STAGNO PIANTANIDA V., VALLONE T., VENTURINI G., ZUCCA M., 2018. *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*. Milano: Franco Angeli editore.

### *Nippon Individual Saving Accounts (NISAs) in Giappone*

Sulle orme degli ISA britannici nel 2014 vengono introdotti in Giappone i *Nippon Individual Saving Accounts*. Si tratta di soluzione di investimento temporanee, per cui ne è previsto il ritiro dal mercato entro il 2023. Nello specifico sono dei conti volti ad aiutare i residenti del Giappone a risparmiare denaro per la pensione attraverso investimenti, ad esclusione delle obbligazioni, assoggettati ad un regime di esenzione fiscale. Si tratta di una sorta di rivoluzione, in quanto la maggior parte dei residenti giapponesi ha risparmi minimi o nulli in vista della pensione e la maggior parte di questi risparmi erano in contanti. Nell'impianto originale il limite temporale dell'investimento è fissato a cinque anni, periodo in cui si può beneficiare della totale esenzione fiscale sui redditi generati, senza pagare eventuali penali in caso di prelievo anticipato. Il limite massimo dal punto di vista della soglia d'investimento è di 10 mila euro annuali (corrispondono a 1.200.000 yen) per un totale massimo di 42 mila euro (corrispondono a 5.000.000 yen). Una più recente versione del NISA è stata introdotta nel 2018, la quale offre un'esenzione fiscale per 20 anni con un limite di contribuzione annuale di 3,3 mila euro (corrispondono a 400.000 yen). A differenza del conto NISA originale, questo consente investimenti solamente in fondi comuni di investimento.

## **2.2 I PIR E L'ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET (AIM) ITALIA**

In questo paragrafo l'obiettivo è fornire un'analisi degli effetti dei PIR sull'offerta di capitale in Borsa. Un'analisi su questo argomento riguarda la decisione di condurre un aumento di capitale o di quotarsi all'AIM. Il mercato AIM offre un processo di quotazione più agile, con una notevole riduzione del tempo nel processo di ammissione rispetto ai mercati regolamentati. Il fattore che ha contraddistinto nel periodo 2017-2019 il mercato AIM Italia è stata la maggior dinamicità in termini di numeri di IPO rispetto al mercato regolamentato: il numero di quotazioni complessive su AIM è stato pari a 92, di cui 81 IPO e 11 ammissioni, confrontabile con MTA Small Cap dove si sono registrate solamente 26 nuove quotazioni, di cui 16 IPO e 10 ammissioni (dati Osservatorio AIM di IR TOP Consulting, 2019). Secondo un recente studio<sup>12</sup> svolto dall'Osservatorio AIM di IR Top Consulting nel 2019 AIM Italia è diventato il primo hub finanziario europeo per numero di nuove società quotate tra i mercati non regolamentati, segnando un nuovo record con 35 nuove quotazioni, di cui 31 IPO e 4 ammissioni *post business combination*, e una raccolta di capitali pari a €207 milioni. Di seguito troviamo nel dettaglio le diverse quotazioni anno per anno.

---

<sup>12</sup> Si veda Studio IR Top Consulting *stima dell'impatto dei PIR di terza generazione su AIM Italia a 231 milioni di euro nel 2020*

-26 nel 2017: 24 IPO (*Illa, Gel, DBA Group, IDEaMI, Alkemy Equita Group, Portale Sardegna, Industrial Stars of Italy 3, Spactiv, Neodecortech, Capital For Progress 2, EPS Equita PEP, Alfio Bardolla Training Group, Sprintitaly, SITGroup, Glenalta, Pharmanutra, Culti Milano, Digital360, Finlogic, WIIT, TPS, Crescita, Telesia, Orsero, HealthItalia*) e 2 ammissioni post business combination (*SIT e Orsero*);

-31 nel 2018: 26 IPO (*Powersoft, EdiliziAcrobatica, Digital Value, Circle, Renergetica, Sciuker Frames, TheSpac, Vimi Fasteners, SosTravel.com, SG Company, Intred, Portobello, Monnalisa, Askoll EVA, Esautomotion, Longino & Cardenal, Grifal, Archimede SPAC, Somec, Gabelli Value for Italy, Fervi, Kolinpharma, Life Care Capital, VEI 1, ALP.I, Spaxs*) e 5 ammissioni (*ICF Group, Cellularline, CFT, Fine Foods NTM ed EPS Equita PEP 2*);

-35 nel 2019: 31 IPO (*Doxee, Gismondi 1754, NVP, Fos, UCapital24, Matica Fintec, Arterra Bioscience, Cyberoo, Websolute, Copernico SIM, Iervolino Entertainment, Confinvest, Farmaè, Radici Pietro Industries&Brands, Friulchem, CleanBnB, Shedir Pharma Group, Pattern, Marzocchi Pompe, Relatech, Officina Stellare, Gibus, Eles, Sirio, AMM, CrowdFundMe, SEIF, Gear1, MAPS, Neosperience, Ilpra*) e 4 ammissioni post business combination (*Salcef Group, SICIT, Antares Vision, Comer Industries*).



**Figura 2.2**  
**Evoluzione IPO e**  
**raccolta su AIM**  
**Italia.**

**Fonte:**  
**Osservatorio**  
**AIM di IR Top**  
**Consulting**

Fonte: Osservatorio AIM - IR Top Consulting al 31/12/2019

Nella Figura 2.2 troviamo rappresentati il capitale raccolto (€m) e il n. di IPO nel corso del decennio 2009-2019. Si può facilmente notare come dal 2017 il n. di IPO e il capitale raccolto siano

aumentati in modo sostanziale, ad eccezione dell'anno 2019 dove il capitale raccolto è tornato ai valori "pre-PIR".

Di particolare interesse è osservare che una discreta parte del capitale offerto proviene da società qualificate come SPAC (*Special purpose acquisition vehicle*), ovvero una particolare tipologia di società veicolo destinata alla raccolta di capitali di rischio attraverso la quotazione (IPO) e con l'obiettivo di investimento in una o più società operative esistenti (società *target*). Questi strumenti stanno riscuotendo un grande successo grazie ai capitali derivanti dai PIR, diventando sempre più un valido strumento per la capitalizzazione delle PMI italiane. I PIR e gli SPAC "sono due strumenti destinati a sviluppare delle virtuose relazioni: da un lato i PIR raccolgono da investitori che hanno agevolazioni fiscali condizionate ad un orizzonte di investimento di almeno cinque anni, dall'altro gli SPAC consentono di indirizzare il proprio investimento verso opportunità ancora fuori mercato, che proprio in tal modo accedono al listino" (Strocchi S., 2017). Per sottolineare l'effetto dei PIR sull'offerta di capitale confrontiamo quest'ultimi con gli altri strumenti di "finanza alternativa", che permettono alle imprese di usufruire di capitali per lo sviluppo economico, quali: *private equity*, *mini-bond*<sup>13</sup> ed *equity crowdfunding*. Nello specifico andremo ad osservare come si sono comportati, in termini di capitalizzazione, nel quadriennio 2016-2019 i diversi strumenti di finanziamento. Il *private equity* è un'attività finanziaria mediante la quale un soggetto rileva delle quote di una società target acquisendo da terzi delle azioni già esistenti oppure sottoscrivendo azioni di nuova emissione. L'*equity crowdfunding* è una forma di finanziamento partecipativo operata attraverso piattaforme online in cui, a fronte di un investimento, l'azienda oggetto della campagna di raccolta di capitali riconosce all'investitore un titolo di partecipazione della società stessa. Tecnicamente tutti gli strumenti citati sono compatibili con i PIR, in particolare con quella parte dell'investimento che non riguarda i titoli azionari del FTSE MIB. L'apporto dei PIR verso questi canali di finanziamento è stato molto diverso. Nel caso del *private equity* si riscontra un evidente difficoltà per un fondo aperto investire in titoli non quotati o quotati, ma decisamente poco liquidi. Nel dettaglio la maggior parte degli investimenti attraverso questo canale sono effettuati, il più delle volte, da fondi chiusi gestiti da operatori specializzati in grado di supportare le imprese nella crescita. Lo stesso vale anche per i *mini-bond*, anche loro operanti per la maggiore tramite fondi chiusi. La maggior parte dei fondi comuni aperti hanno privilegiato l'investimento in titoli azionari; ciò è dimostrato dal sensibile aumento degli scambi sul listino AIM e sui titoli di media capitalizzazione. Al contrario degli altri due strumenti l'*equity crowdfunding*, come si può notare in

---

<sup>13</sup> Si veda Capitolo 1, paragrafo 1.1 *Il finanziamento delle PMI*

Tabella 2.2 ha subito un aumento esponenziale delle offerte e del controvalore raccolto. Non vi è alcuna evidenza empirica dell'effetto PIR su questi strumenti, però con gli sviluppi normativi del 2019 le offerte al pubblico tramite piattaforme di equity crowdfunding sono state riconosciute come investimenti qualificati di un PIR. Per far sì, tuttavia, che tale investimento risulti fiscalmente agevolato è necessario che gli strumenti finanziari partecipativi (SFP) prevedano clausole di convertibilità in quote di start-up innovative e che tale conversione abbia realmente luogo.

Mercato:	2016	2017	2018	2019
Private equity: Operazioni	194	311	359	370
Totale investimenti	8.087 milioni	6.230 milioni	3.400 milioni	1.566 milioni
Mini-bond: Emissioni	106	125	123	207
Controvalore raccolto	3.423 milioni	5.437 milioni	4.300 milioni	5.500 milioni
Equity crowdfunding: Offerte	19	49	115	140
Controvalore raccolto	4,363 milioni	11,586 milioni	36,39 milioni	65,6 milioni

**Tabella 2.2 Controvalore strumenti di “finanza alternativa”. Fonte: AIFI, Osservatorio Mini-bond, Osservatorio equity crowdfunding. Elaborazione personale**

## Capitolo 3: PROSPETTIVE E RIPRESA

La normativa dei PIR 3.0, introdotta con la legge n.160 del 2019, prevede che il 17,50% del valore complessivo degli investimenti del PIR venga indirizzato verso Mid Cap e/o Small Cap e che una soglia minima del 3,50% del PIR venga investita esclusivamente in Small Cap (la maggior parte delle Mid e Small Cap sono quotate sul mercato AIM Italia). A beneficiare di questa massa di liquidità in arrivo dal tesoretto del risparmio privato dovrebbero essere soprattutto le piccole e medie imprese. Nei seguenti paragrafi si vedrà nel dettaglio l'impatto che i PIR avranno sul listino AIM Italia nel triennio 2020-2022 secondo uno studio dell'Osservatorio AIM Italia di IR TOP Consulting elaborato prima dell'emergenza Covid-19. Successivamente alla luce dei risultati ottenuti e della recente (e tutt'ora in corso) emergenza sanitaria l'apporto che i "PIR alternativi" potranno offrire alle nostre PMI, protagoniste della peggior recessione economica dal secondo dopoguerra ad oggi.

### 3.1 PROSPETTIVE FUTURE

A fine 2017, nel primo anno di introduzione dei PIR di prima generazione, i capitali raccolti hanno raggiunto quota Euro 10,9 miliardi. L'afflusso nel 2018 è stato pari a Euro 3,49 miliardi, mentre, a seguito dell'introduzione dei nuovi vincoli nel 2019, l'afflusso dei PIR ha registrato un dato negativo pari a Euro -546 milioni. Secondo l'Osservatorio AIM Italia di IR TOP Consulting nel 2020<sup>14</sup>, grazie alle revisioni normative, è possibile ipotizzare una raccolta pari a Euro 3 miliardi. Sulla base di questa ipotesi è stata elaborata, dall'Osservatorio AIM Italia di IR TOP Consulting, una stima dell'impatto su AIM Italia nel 2020, analizzando l'universo investibile sulla base di sei variabili (Figura 2.6), di cui:

-3 "statiche" (attuale numero di società quotate, relativa capitalizzazione e controvalore totale scambiato negli ultimi tre mesi);

-3 "dinamiche" (numero di IPO e raccolta da IPO nel triennio 2017-2019, tasso di crescita atteso ponderato del controvalore totale 2020 vs 2019).

---

<sup>14</sup> Si veda *PIR di terza generazione: stima dell'impatto su AIM Italia per il 2020 ed effetti nel triennio 2020-2022*.

	Variabili STATICHE			Variabili DINAMICHE		
	N. Società	Capitalizzazione (€M)	CT YTD (€M)	N. IPO 2017-2019	Raccolta IPO 2017-2019 (€M)	CT2020E vs CT2019 ponderato
MID CAP	61	104.853	11.552	6	1.583	11%
SMALL CAP	132	18.746	3.520	8	624	62%
AIM ITALIA	126	6.669	649	81	2.794	27%
TOTALE	319	130.268	15.722	95	5.001	20%

**Figura 2.6**

**PIR: analisi variabili statiche e dinamiche**

**Fonte: Osservatorio AIM Italia di IR TOP Consulting**

Sulla base della metodologia utilizzata, IR TOP Consulting stima l'impatto generato dai PIR di terza generazione sul mercato AIM Italia pari a Euro 231 milioni nel 2020. Quest'ultimo rappresenta il punto di partenza per lo studio degli effetti sul listino AIM Italia nel triennio 2020-2022. L'impatto su AIM Italia è particolarmente importante per due ragioni: la prima motivazione è che le imprese italiane sono per oltre il 90% PMI e dunque candidate d'elezione al listino alternativo; la seconda motivazione è che negli ultimi tre anni i "giochi" in Borsa Italiana si sono fatti sul mercato AIM, che ha accolto il 90% delle IPO totali. Sulla base delle analisi si stima inoltre che i nuovi PIR possano generare nel triennio tre effetti principali:

- un incremento medio del numero di quotazioni annue pari a +30% con un relativo aumento del numero di società quotate su AIM Italia;
- una crescita della dimensione media della raccolta, passando da Euro 5,9 milioni nel 2019 a circa Euro 10 milioni a fine periodo, pari a +69% in termini di incremento di afflusso di nuovi capitali;
- un ampliamento del flottante medio in IPO, dal 24% nel 2019 a un 30% a fine stima.

Sicuramente dopo le difficoltà del 2019 i PIR potranno recuperare terreno, ma lo studio qui affrontato non tiene conto, poiché realizzato precedentemente, dell'attuale emergenza sanitaria. In un contesto modificato completamente dall'emergenza Covid-19, le stime d'impatto sul mercato AIM Italia per il triennio 2020-2022, saranno con molta probabilità differenti e inferiori rispetto a quelle ottenute dall'Osservatorio AIM all'inizio del 2020. Personalmente ritengo, dati gli sviluppi normativi e le novità introdotte nel 2020, che i Piani Individuali di Risparmio potranno nel corso del triennio in esame fornire in ogni caso numerosi benefici alle piccole e medie imprese e, in generale, al mercato AIM Italia. Nello specifico ritengo<sup>15</sup> che, nonostante le difficoltà finanziarie delle PMI, queste potranno beneficiare di numerosi incentivi, in particolar modo degli incentivi alla quotazione che consentono alle matricole di ottenere un credito d'imposta del 50% sulle spese di IPO. Allo stesso tempo ritengo, però, che la crescita della dimensione media della raccolta, alla luce delle

<sup>15</sup> Relativamente al risultato di un incremento medio del numero di quotazioni annue pari al + 30%

stime sul Pil per l'anno 2020, subirà un brusco rallentamento, per tornare forse a crescere nel biennio 2021-2022.

### 3.2 L'EMERGENZA COVID-19

Nella prima metà dell'anno 2020, l'Italia (e tutto il resto del mondo) è stata protagonista di una delle più grandi crisi economiche e sanitarie dal secondo dopoguerra ad oggi. La diffusione nel nostro Paese del Covid-19 ha costretto il governo ad adottare delle politiche emergenziali, attraverso una serie di decreti è stato imposto dal 9 marzo al 4 maggio (per alcune attività produttive fino al 26 aprile) il *lockdown* per i cittadini e per la maggioranza delle attività produttive (non essenziali). In altre parole, la maggior parte delle piccole e medie imprese italiane è stata costretta a ridurre o, come per lo più è accaduto, a sospendere la produzione. In questo contesto di difficoltà le PMI italiane<sup>16</sup> si sono trovate ad affrontare numerosissime difficoltà trovandosi come “un cane che si morde la coda”. La prima conseguenza lampante delle misure restrittive è sicuramente la strozzatura nella catena di fornitura con annessi i relativi problemi logistici. Dunque da un lato le imprese, in particolar modo quelle operanti nel mercato internazionale, non riescono ad approvvigionarsi delle forniture e dall'altro, viste le riduzioni delle spedizioni e le problematiche alle frontiere, non riescono a consegnare i prodotti finiti e di conseguenza ad incassare dai clienti. Quello che viene così ad innestarsi è un circolo vizioso che rischia di sfociare in una crisi di liquidità. Infatti, allo stesso tempo, le uscite monetarie per la manodopera, le forniture, gli eventuali debiti con banche e i pagamenti all'erario rimangono fissi. Il rischio, da confinato alla liquidità, può diventare un rischio di solvibilità, con tutti i relativi problemi annessi. L'unica soluzione (generale) è il finanziamento diretto alle PMI e l'agevolazione nell'accesso al credito per queste ultime. Il Governo, prima con il Decreto Liquidità e successivamente con il Decreto Rilancio, sta provando a dare un sostegno concreto alle PMI italiane attraverso prestiti garantiti ed agevolati, stanziando altri 4 miliardi (che si aggiungono ai 7 miliardi già presenti) per finanziare ulteriormente il Fondo di Garanzia per le PMI. Si tratta di manovre sicuramente utili, ma che allo stesso tempo rappresentano una arma a doppio taglio. Per questo motivo bisogna valutare delle possibilità alternative per garantire e soddisfare i sopracitati bisogni delle nostre PMI, ed è proprio in questo contesto di emergenza che i PIR potrebbero rappresentare uno strumento di rilancio per le piccole e medie imprese italiane. I PIR se ben regolamentati possono costituire una forma di investimento capace di veicolare una grande quantità di liquidità verso il mercato secondario.

---

<sup>16</sup> Ricordiamo che in Italia il tessuto produttivo è rappresentato per il 92% da piccole e medie imprese.

Nell'immaginare i PIR come strumento della ripresa economica, dobbiamo ricordare che il capitale raccolto da questo strumento viene indirizzato verso PMI italiane quotate, e questo ne rappresenta sicuramente un limite. Infatti la percentuale di PMI che ricorrono al capitale di rischio rispetto al totale delle piccole e medie imprese è molto bassa, in quanto il processo di quotazione richiede determinati parametri e condizioni, chiaramente non accessibili e rispettabili dalla maggior parte di esse. La svolta in questo senso è rappresentata dai PIR alternativi, approvati e introdotti con il Decreto Rilancio (Decreto-legge 19 maggio 2020 n.34) nella sezione *Incentivi per gli investimenti nell'economia reale*. Si tratta di uno strumento, complementare ai PIR ordinari, ideato da Assogestioni con l'obiettivo di "convogliare il risparmio nel mondo delle imprese investendo anche su quelle non quotate" (Montesano E., 2020) per rilanciare le PMI italiane. Con l'introduzione di questo strumento viene superato il principio dell'unicità<sup>17</sup> del PIR, infatti un singolo investitore potrà essere titolare nello stesso momento di un PIR ordinario e di un PIR alternativo (precedentemente un soggetto non poteva essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine). Le novità dei PIR alternativi e la loro relativa normativa sono presentate all'Art.136 del D.L. 19 maggio 2020 n.34, infatti "i PIR alternativi sono prodotti con soglie di investimento più elevate e differenti vincoli di investimento rispetto ai PIR tradizionali" (Montesano E., 2020), nel dettaglio:

- Al co. 1 vengono definiti i vincoli di investimento: i PIR alternativi investono almeno il 70% del valore complessivo, direttamente o indirettamente, in strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato, diverse da quelle inserite negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati, in prestiti erogati alle predette imprese nonché in crediti delle medesime imprese. Il limite alla concentrazione degli investimenti in strumenti finanziari emessi dalla stessa impresa o da altra impresa appartenente al medesimo gruppo è previsto al 20% (rispetto al 10% dei PIR ordinari).

- Al co.2 a) vengono definite le soglie di investimento: gli investitori possono destinare somme o valori per un importo non superiore a 150.000 euro all'anno e a 1.500.000 euro complessivi.

In altre parole la novità fondamentale è l'ampliamento dell'universo investibile, dando sempre più importanza alle PMI italiane e aggiungendo la possibilità di investire anche in fonti di

---

<sup>17</sup> Rimane sempre valido quanto stabilito dalla legge 232/2016, Art. 1 co.112, ovvero che ciascun piano di risparmio a lungo termine non può avere più di un titolare.

finanziamento, alternative al canale bancario, quali concessione di prestiti e acquisizione dei crediti delle imprese.

L'obiettivo, dunque, dei PIR alternativi è quello di stimolare ed incentivare gli investimenti nell'economia reale e convogliare il risparmio privato verso il mondo delle imprese. Questi strumenti si rivolgono dunque ad una fetta di investitori patrimonializzati (vista la natura illiquida dell'investimento e l'alto grado di rischiosità) e con orizzonti di investimento di medio-lungo termine, con benefici soprattutto per le Small Cap. L'introduzione di questi strumenti rappresenta un passo in avanti per quanto riguarda il problema del finanziamento alle piccole e medie imprese italiane, infatti "i PIR alternativi possono favorire ulteriormente la liquidità del mercato sia sul secondario che sul primario per il ritorno a condizioni di mercato normali" (Lambise A., Amministratore Delegato di IR TOP Consulting, 2020).

## CONCLUSIONE

I PIR dalla loro introduzione ad oggi hanno sicuramente dimostrato le loro potenzialità nel veicolare i risparmi degli italiani verso le PMI, garantendo un incentivo fiscale agli investitori, ma al contempo un'elevata instabilità dello strumento. Alla luce di tutte le modifiche normative, possiamo affermare che i PIR non hanno dimostrato una grande solidità e continuità nei risultati. Infatti, la raccolta di capitale ne ha risentito segnando nell'anno 2019 un deflusso pari a 546 milioni di euro. Parallelamente a questi risultati poco confortevoli, è andato incrementando sempre più il numero di IPO nel mercato AIM Italia (segnando un record nel 2019 con 35 nuove quotazioni) ed è aumentato in modo considerevole anche il volume degli scambi nel medesimo mercato. Per l'anno 2020 le aspettative sui PIR 3.0 erano altissime, stimando addirittura un lento ritorno ai valori del 2017, ma la recente crisi sanitaria ha costretto a rielaborare le aspettative, portando Intermonte Sim a rivalutare la stima dei flussi netti<sup>18</sup> di questi strumenti per l'anno 2020, passando da +500 milioni a -1 miliardo (per il 2021 le stime sono state abbassate da +2 miliardi a +1,2 miliardi).

In questa situazione emergenziale, un segnale di ripresa è stato dato con l'approvazione, mediante il D.L 19 maggio 2020 n.34, dei PIR alternativi. Questi strumenti rappresentano un possibile salvagente per le PMI italiane, quotate e non. Infatti la loro particolare normativa garantisce a questo strumento un'eccezionale adattabilità alla delicata situazione in cui ci troviamo. I PIR alternativi dunque oltre a rappresentare uno strumento funzionale agli investimenti nell'economia reale, rappresenta anche un veicolo per ridurre le dipendenze delle PMI dal canale bancario. Infatti è auspicabile che questi strumenti contribuiscano ad aumenti di capitale nelle PMI italiane ribilanciando la struttura patrimoniale e di conseguenza riducendo l'accesso al credito bancario. Le previsioni nell'immediato futuro per i PIR alternativi sono delle migliori, infatti secondo le stime di Assogestioni, alle PMI "potrebbe essere destinata una raccolta da 3-5 miliardi l'anno" (Corcos T., presidente di Assogestioni, 2020).

In conclusione, i PIR, in particolar modo nella veste di PIR alternativi, possono rappresentare un ottimo strumento per la ripresa delle PMI italiane e di tutto il sistema economico italiano. Le loro potenzialità devono però coniugarsi con una gestione sana e responsabile dello strumento, in modo particolare le aziende del risparmio gestito, per una volta, dovrebbe ridurre le loro ambizioni

---

<sup>18</sup> Si veda MONTESANO E., 2020. "PIR, il meglio deve ancora venire". Parla Randone (Intermonte). Focus Risparmio [online], 29 aprile. Disponibile su < <https://www.focusrisparmio.com/news/pir-meglio-deve-ancora-venire-randone-intermonte-alternativi-mercati-privati-analista-borsa-aim-assogestioni>>

speculative e pensare al bene comune. Con il giusto equilibrio tra incentivo fiscale e potenzialità di rendimento nel medio-lungo termini, i Piani Individuali di Risparmio potranno essere il motore della ripresa economica in Italia.

## BIBLIOGRAFIA

ANGELINO A., BALDA F., EMILIANI D., ROMANO G., SAMPOLI L., SCHIVARDI F., 2019. *Rapporto Cerved PMI 2019*. Cerved, <https://www.cerved.com/it>.

ARLOTTA C., BERTOLETTI F., CODA NEGOZIO E., DI DONATO S., FANTONI M., IMPARATO A., IMPARATO M., PASQUETTI L., PESARO C., PIRO A., STAGNO PIANTANIDA V., VALLONE T., VENTURINI G., ZUCCA M., 2018. *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*. Milano: Franco Angeli editore.

ASSINEWS.IT, 2017. PIR, il profitto passa dalle Spac (intervista a Simone Strocchi, managing partner di Electa e presidente dell'Associazione dei promotori delle Spac). 9 Ottobre. Disponibile su < <https://www.assinews.it/10/2017/pir-profitto-passa-dalle-spac/660044968/>>

ASSOGESTIONI, 2019. *PIR, il "ritorno al futuro" è possibile e necessario*. Milano, 21 Ottobre. Disponibile su < <https://www.assogestioni.it/articolo/pir-il-ritorno-al-futuro-e-possibile-e-necessario>>

ASSOGESTIONI, 2020. Mappa mensile del risparmio gestito (Gennaio-Febbraio).

BERK J., DE MARZO P., 2018. *Finanza aziendale I. Fondamenti*. Milano: Pearson. Parte IV: "Rischio e rendimenti".

CRESPI F., MASCIA D.V., 2017. *I Pir per il finanziamento delle PMI: potenzialità di sviluppo del mercato*. *Bancaria* 4 [online], pp. 61-69. Disponibile su <<https://people.unica.it/fabriziocrespi/files/2018/02/02-PIR.pdf>>

D.L. 19 maggio 2020 n.34, Art. 136

DELLA VALLE I., INCORVATI L., 2018. Quanto costano i PIR: commissioni a confronto su 58 prodotti. *Il Sole 24 ore* [online], 12 febbraio. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/quanto-costano-pir-commissioni-confronto-58-prodotti-AEUyNlxD>>

DELLA VALLE I., MARTINO C., 2019. *Manovra, Pir nel caos. Bloccati i nuovi investimenti*. *Il Sole 24 ore* [online], 11 Gennaio. Disponibile su <<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-01-10/stallo-pir-rischio-nuovi-fondi--214358.shtml>>

Dipartimento del Tesoro, sito Ministero dell'Economie e delle Finanze (MEF) < <http://www.dt.mef.gov.it/it/index.html>>

ETRO L., 2016. *Le PMI in Italia: fabbisogni e strumenti per soddisfarli*. Quaderno di Ricerca Bocconi School of Management [online], 12 Maggio. Disponibile su < [https://www.abieventi.it/Downloads/12748\\_L-Etro-SDA-Bocconi.pdf](https://www.abieventi.it/Downloads/12748_L-Etro-SDA-Bocconi.pdf)>

IMMACOLATO A., 2020. *Le tre generazioni di Piani individuali di risparmio*. Focus Risparmio, Febbraio, p.6.

IR TOP CONSULTING, 2020. *PIR di terza generazione: stima dell'impatto su AIM Italia per il 2020 ed effetti nel triennio 2020-2022*. Milano, 22 Gennaio. Disponibile su < <http://irtop.net/wp-content/uploads/2020/02/IR-TOP-IMPATTO-PIR3-2020.pdf>>

L. 11 Dicembre 2016 n. 232, Art.1 commi 100-114

L. 27 Dicembre 2017 n.205, Art.1 commi 73-80

L. 30 Dicembre 2018 n. 145, Art.1 commi 211-214 (successivo D.L. 7 Maggio 2019 n.105)

LAVECCHIA F., 2020. *Quanto le small cap hanno bisogno dei Pir?*. Morningstar [online], 20 Febbraio. Disponibile su < <https://www.morningstar.it/it/news/199732/quanto-le-small-cap-hanno-bisogno-dei-pir.aspx>>.

MANGIA M., 2019. *Pir, le regole ingranano la marcia indietro e all'orizzonte c'è la risalita della raccolta*. La Repubblica: Affari & Finanza, 9 Dicembre.

MANZELLA G.P., 2020. *Prestiti garantiti e risparmio privato verso le PMI*. Il Sole 24 ore, 3 Aprile, p.23.

MONTESANO E., 2020. "PIR, il meglio deve ancora venire". Parla Randone (Intermonte). Focus Risparmio [online], 29 Aprile. Disponibile su < <https://www.focusrisparmio.com/news/pir-meglio-deve-ancora-venire-randone-intermonte-alternativi-mercati-privati-analista-borsa-aim-assogestioni>>

MONTESANO E., 2020. *Via libera ai PIR alternativi*. Focus Risparmio [online], 19 Maggio. Disponibile su < <https://www.focusrisparmio.com/news/via-libera-ai-pir-alternativi-assogestioni-cosa-sapere-galli-paese-italia-crescita-pmi-pil-economia-reale-fondi-investimenti-illiquidi>>

MUSILE TANZI P., 2019. *I PIR alla luce delle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019*. SFEF [online] 2019/40, Gennaio. Disponibile su < <https://sfef.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3438857/articolo/3438858>>

OSSERVATORIO AIM, 2019. *Emittenti, Risultati e Investitori*. Research Department IR Top Consulting, <https://www.osservatorioaim.it>.

QUADERNO DI RICERCA INTERMONTE, 2018. *I Piani individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*. Intermonte SIM e Politecnico di Milano, <https://www.intermonte.it/>.

REDAZIONE ASSOGESTIONI, 2020. *Fase 2, il Risparmio Gestito risponde all'appello. Corcos: "PIR Alternativi per sostenere le PMI"*. Focus Risparmio [online], 15 aprile. Disponibile su <<https://www.focusrisparmio.com/news/corcos-pir-alternativi-sostenere-pmi-economia-reale-assogestioni-fase2-covid-coronavirus-liquidita-imprese>>

RODANO G., 2018. *Elementi di teoria per la storia economica. Una rilettura dell'Italia dal 1950 ad oggi*. Bologna: società editrice il Mulino. Capitolo 3: "Gli anni della grande crescita". Capitolo 4: "Il decennio dell'inflazione".

SILANO S., 2018. *Pir, il 2018 non assomiglia all'anno del debutto*. Morningstar [online], 24 Ottobre. Disponibile su <<https://www.morningstar.it/it/news/171298/pir-il-2018-non-assomiglia-allanno-del-debutto.aspx>>.

TRENTO S., 2015. *Un sistema produttivo frammentato. Le piccole e medie imprese italiane e il problema della crescita dimensionale*. UniTrentoMag [online], 12 Novembre. Disponibile su <<https://webmagazine.unitn.it/eventi/7321/un-sistema-produttivo-frammentato>>