



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA TREC

PROVA FINALE

**"Piani individuali di risparmio (PIR): un'opportunità per i risparmiatori e
per lo sviluppo e la crescita delle PMI"**

RELATORE:

CH.MO PROF. FRANCESCO ZEN

LAUREANDO: BARBARO FEDERICO LUIGI

**MATRICOLA N.
1112971**

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

Sommario

“PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR): UN’OPPORTUNITÀ PER I RISPARMIATORI E PER LO SVILUPPO E LA CRESCITA DELLE PMI”

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO A LUNGO TERMINE (PIR)	3
1.1 CHE COSA SONO I PIR	3
1.2 COSTITUZIONE DEL PIR	5
1.3 FUNZIONAMENTO E MOVIMENTAZIONI DEL PIR	8
1.4 STIME, PREVISIONI E IMPATTI SULL’ECONOMIA REALE	10
1.5 LE ESPERIENZE ESTERE: I PEA FRANCESI E GLI ISA INGLESI	12
CAPITOLO 2: ANALISI DI MERCATO DEI PIR	15
2.1 L’OFFERTA DI PIR NEL MERCATO E GLI STRUMENTI DISPONIBILI	15
2.2 ANALISI DI PERFORMANCE DEI PIR	25
2.3 COMPOSIZIONE DEI PIR	33
2.4 EFFETTI DEI PIR SUI MERCATI BORSISTICI	40
CONCLUSIONE	43
BIGLIOGRAFIA	46
SITOGRAFIA	46

Introduzione

Ormai da molti anni in Italia si sta affermando sempre più il fenomeno del credit crunch. Il credit crunch consiste nel rialzo dei tassi di interesse da parte delle banche verso le imprese e questo sfocia in una contrazione del credito verso coloro che non riescono a sopportare tale costo. Le imprese più colpite non possono che essere le PMI, realtà che, in Italia, è il fulcro di tutta l'economia a causa dell'elevata presenza delle stesse. Le PMI, proprio a causa della loro scarsa patrimonializzazione e del limitato apporto di capitale faticano a sostenere quegli investimenti necessari da permetterle di rimanere competitive in un contesto sempre più innovato e avanzato. Oltre a questo, i costi troppo elevati delle banche per i finanziamenti non possono essere sostenuti da questo tipo di imprese. Il risultato sono scarsi finanziamenti, di conseguenza scarsi investimenti, per poi sfociare in una lenta, quasi invisibile, ripresa dell'economia italiana.

I Piani Individuali di Risparmio sono stati concepiti proprio con tale fine, ossia risollevarlo e far ripartire l'economia italiana attraverso l'indirizzamento dei risparmi degli investitori verso le imprese italiane. In particolare, come si vedrà, questi piani prevedono l'obbligo di destinare una parte dell'investimento a imprese italiane non quotate nel FTSE MIB, obbligo che conferma l'intento di muovere le risorse verso le PMI. Grazie ai PIR, quindi, le imprese italiane potranno accedere ad un nuovo tipo di canale di finanziamento che permetterà loro di effettuare investimenti utili e necessari.

Il lavoro è suddiviso in due capitoli. Nel primo viene presentato l'argomento, attraverso la descrizione e la definizione di questi prodotti, per poi analizzare la costituzione, il funzionamento e le movimentazioni degli stessi. Questo capitolo si conclude con una breve analisi delle stime, degli impatti economici, dei vantaggi e degli svantaggi e con un confronto con gli strumenti simili all'estero, in particolare in Francia e nel Regno Unito. Nel secondo capitolo viene svolta, invece, un'analisi di mercato. Tale analisi è condotta, prima di tutto, elencando l'offerta delle SGR per questo tipo di prodotto. Si procede, poi, con lo studio dell'asset allocation delle categorie dei fondi proposti. Il secondo paragrafo si concentra su un'analisi dei rendimenti di questi prodotti, associata al rischio e ai costi degli stessi. In seguito, verrà presentato uno studio sulla composizione dei fondi disponibili nel mercato, partendo dai titoli destinatari degli investimenti per poi arrivare a definire i paesi e i settori nei quali i fondi, attraverso i PIR, investono di più. L'analisi si conclude con una digressione sugli effetti dei PIR nei mercati borsistici.

Capitolo 1: i piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR)

1.1 Che cosa sono i Pir

Il piano di risparmio a lungo termine è un “contenitore fiscale”¹(OICR, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli) nel quale gli investitori possono collocare svariate tipologie di strumenti finanziari. Tale nuovo strumento, introdotto con la Legge di Bilancio 2017 (c.d. Legge di Stabilità) entrata in vigore il 1/1/2017, nasce con lo scopo di dare sostegno all’economia reale italiana, veicolando le risorse delle famiglie verso le imprese italiane, in particolare quelle medio-piccole, che in Italia costituiscono una realtà molto significativa: su 4.338.766 imprese, 4.335.448 (il 99,9%) sono, infatti, piccole e medie imprese². I risparmiatori possono scegliere di investire in qualsiasi tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, quote di OICR, contratti derivati), rispettando, però, determinati vincoli. Il PIR, oltre a rappresentare un’opportunità di investimento per le famiglie, offre anche un’agevolazione fiscale, che consiste nell’esenzione da tassazione dei redditi, qualificabili come redditi di capitale o come redditi diversi di natura finanziaria derivanti da investimenti effettuati nel PIR. In particolare, l’agevolazione consiste in un’esenzione dalle imposte sui redditi, che derivano dagli strumenti finanziari e dalla liquidità che costituiscono il PIR, e dall’imposta di successione in caso di trasferimento a causa di morte. Sono esclusi dall’agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell’investitore.³ L’esenzione sarà esercitabile dal sesto anno, con riferimento agli investimenti del primo anno, dal settimo anno con riferimento a quelli del secondo anno e così via. Tale agevolazione, però, sussiste qualora l’investitore rispetti una serie di vincoli che questo strumento richiede. Il primo vincolo è quello relativo al c.d. requisito soggettivo, che prevede la sottoscrizione del PIR dalle sole “persone fisiche residenti nel territorio dello Stato”⁴. Ciò comporta che per l’investitore che ha trasferito la sua

¹ www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,11479/allegato_tecnico_pir.pdf.

² www.confcommercio.it/-/le-piccole-e-medie-imprese-in-italia.

³ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232 art.1, comma 100: “Non sono soggetti a imposizione i redditi di capitale di cui all’articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi [...] diversi da quelli relativi a partecipazioni qualificate e i redditi diversi di cui all’articolo 67, comma 1, lettere c -bis), c -ter), c -quater) e c -quinqies), del medesimo testo unico[...]con l’esclusione di quelli che concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile.”.

⁴ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232 art.1, comma 100: “Non sono soggetti a imposizione i redditi di capitale [...] conseguiti, al di fuori dell’esercizio di impresa commerciale, da persone fisiche residenti nel territorio dello Stato derivanti dagli investimenti nei piani di risparmio a lungo termine, con l’esclusione di quelli che concorrono alla formazione del reddito complessivo dell’investitore”.

residenza all'estero si applicheranno le regole ordinarie previste per i soggetti non residenti sui redditi prodotti. Tuttavia, l'investitore, che decide di espatriare, può decidere di mantenere l'investimento anche dopo il trasferimento e in tal caso eviterà di subire il meccanismo del recupero a tassazione previsto dal comma 106 purché gli strumenti siano detenuti per un periodo non inferiore a cinque anni. Il requisito soggettivo prevede inoltre il divieto per l'investitore di essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine o di condividere il piano con altre persone fisiche⁵. Può essere, invece, titolare del PIR anche un minorenni.

Il secondo vincolo riguarda il periodo di detenzione minima degli strumenti all'interno del PIR, che è di cinque anni (c.d. requisito temporale)⁶.

Vi sono poi vincoli riguardanti l'investimento in sé. Innanzitutto, vi è il c.d. limite all'entità dell'investimento, che prevede il versamento massimo di 30.000 euro in ciascun anno solare per arrivare ad un limite complessivo non superiore a 150.000 euro in cinque anni⁷. In secondo luogo, ci sono i cc.dd. vincoli di investimento, che riguardano la composizione del PIR. Secondo tali vincoli, l'investimento deve essere così costituito per almeno i due terzi di ciascun anno solare: un ammontare pari al 70% delle somme o valori destinati al PIR deve essere destinato a strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese, residenti in Italia, o in Stati membri dell'UE o in Stati aderenti all'ASEE aventi stabile organizzazione in Italia; di questo 70%, almeno il 30% (per un totale del 21% delle somme e dei valori destinati) deve essere investito in strumenti finanziari di imprese italiane ed estere (UE e SEE) aventi stabile organizzazione in Italia diversi da quelli negoziati nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Il restante 30% può essere investito in qualsiasi strumento finanziario.⁸ Infine vi è il c.d. limite alla concentrazione, che impedisce un investimento superiore al 10% del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente. Tale limite va computato sui depositi distintamente dai conti correnti, perché è nei primi che la

⁵ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art. 1 comma 112: *“Ciascuna persona fisica di cui al comma 100 non può essere titolare di più di un piano di risparmio a lungo termine e ciascun piano di risparmio a lungo termine non può avere più di un titolare.”*.

⁶ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art. 1 comma 106: *“Gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni.”*.

⁷ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art. 1 comma 101: *“Il piano di risparmio a lungo termine si costituisce con la destinazione di somme o valori per un importo non superiore, in ciascun anno solare, a 30.000 euro ed entro un limite complessivo non superiore a 150.000 euro.”*.

⁸ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art.1 comma 104: *“In ciascun anno solare di durata del piano, per almeno i due terzi dell'anno stesso, le somme o i valori destinati nel piano di risparmio a lungo termine devono essere investiti per almeno il 70 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari [...]. la predetta quota del 70 per cento deve essere investita per almeno il 30 per cento del valore complessivo in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.”*.

giacenza è finalizzata all'ottenimento di un rendimento. Inoltre, anche questo vincolo deve essere rispettato per almeno i due terzi di ciascun anno solare⁹. Al fine del computo dei predetti limiti si considerano le somme destinate all'intermediario ovvero il valore al momento del conferimento se si affidano strumenti finanziari.

La normativa sui PIR, infine, prevede un divieto che nega la possibilità di investire in strumenti finanziari emessi o stipulati con paesi che non assicurano un corretto e adeguato scambio di informazioni (c.d. divieto di investimento in Paesi non collaborativi).¹⁰

In caso di mancato rispetto dei limiti, in particolare relativamente alla durata e alla diversificazione e concentrazione del portafoglio, l'investitore dovrà pagare le imposte ordinarie sui redditi percepiti, aumentate degli interessi, senza alcuna sanzione.

1.2 Costituzione del PIR

In sede di costituzione del PIR, è utile distinguere due tipi di definizione: quella di 'investimento qualificato' e quella di 'investimento PIR conforme'. Infatti, ai sensi del comma 101 dell'articolo 1 della Legge di Bilancio per il 2017, il PIR si costituisce destinando somme o valori a 'investimenti qualificati'. Per 'investimenti qualificati' si intende quella serie di strumenti che si riferiscono ad imprese fiscalmente residenti in Italia o residenti nell'Unione Europea o aderenti all'ASEE aventi stabile organizzazione in Italia. Per 'investimento PIR conforme' si intende, invece, quel tipo di portafoglio che rispetta i vincoli e limiti di cui al paragrafo 1.1, che è composto da partecipazioni sociali non considerate 'qualificate' ai sensi dell'articolo 67, comma 1, lettera c) del TUIR e i cui redditi, derivanti dagli strumenti finanziari che lo compongono, non concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile. Dunque, nell'investimento 'PIR conforme', per la restante parte del 30%, possono entrare a far parte anche tutti quegli strumenti finanziari che non hanno i requisiti per poter essere considerati qualificati. In particolare, possono essere compresi gli strumenti emessi o stipulati da imprese residenti nell'UE o aderenti all'ASEE che non hanno stabile organizzazione in Italia, sempre nel rispetto del divieto di investimento in Paesi non collaborativi, gli impieghi di liquidità, quali depositi e conti correnti, e i titoli di Stato italiani o esteri. Dal 2018 non rappresenta più un investimento non qualificato quello a favore di imprese che operano nel settore immobiliare.¹¹

⁹ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art.1 comma 103: *“Le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10 per cento del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente.”*.

¹⁰ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n. 232, art.1 comma 105: *“Le somme o valori destinati nel piano non possono essere investiti in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli che consentono un adeguato scambio di informazioni.”*.

¹¹ MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine'.

Come affermato nel precedente paragrafo, il PIR può essere realizzato in vari modi. L'investitore può, innanzitutto, sottoscrivere un rapporto di custodia o amministrazione titoli o gestione di portafogli, con annesso conto corrente di appoggio, esercitando l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato. In tali rapporti rientrano anche quelli di amministrazione fiduciaria, che può essere con o senza intestazione dei titoli.

In secondo luogo, l'investitore può sottoscrivere quote o azioni di un OICR "PIR conforme".¹² In questo caso, vi sono una serie di precetti da osservare. Innanzitutto, il requisito dell'holding period va riferito alle quote acquisite dall'investitore e non agli investimenti effettuati dall'OICR. Inoltre, i rendimenti che si cumulano durante l'investimento non devono essere considerati nuovi investimenti e possono, dunque, consolidarsi anche oltre il limite annuo di 30.000 euro. L'investitore non potrà investire in OICR i cui proventi derivanti dal possesso di quote del suddetto concorrono alla formazione del reddito complessivo dell'investitore. In deroga, però, a quanto previsto dal limite alla concentrazione, l'investitore può detenere fino al 30% di quote o azioni di un OICR purché non rappresenti un investimento qualificato e garantisca un rendimento minimo. L'investimento in quote o azioni di un OICR non rappresenta, infine, una partecipazione sociale qualificata, né in capo all'investitore né in capo all'OICR, nel senso indicato dal comma 100 dell'art.1 della legge di bilancio prevista per il 2017. Nella composizione del PIR attraverso investimenti in OICR bisogna, perciò, fare attenzione alla differenza tra OICR 'PIR conformi' e OICR non 'PIR conformi'. I primi sono quelli residenti in Italia o nell'UE o nello SEE, che investono almeno il 70% dell'attivo in strumenti finanziari qualificati e per almeno il 30% di tale quota in imprese non quotate nel FTSE MIB, nel rispetto del limite del 10% del totale per singolo emittente. I secondi sono quelli che non rispettano i limiti previsti dal comma 104 e sono considerati strumenti finanziari non qualificati che possono formare al massimo il 30% dell'investimento totale. Nella composizione del PIR, l'investitore dovrà investire almeno il 70% delle somme o valori destinati al PIR in OICR 'PIR conformi' o, qualora la quota investita in OICR 'PIR conformi' sia inferiore alla suddetta percentuale, combinare quote in OICR 'PIR conformi' a strumenti finanziari qualificati per almeno la medesima percentuale. Potrà, poi, liberamente decidere il contenuto del restante 30%, investendo in OICR non 'PIR conformi' o strumenti finanziari qualsiasi, sempre nel rispetto dei limiti e divieti.¹³

¹² Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1 comma 101: "[...] 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."

¹³ MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine'.

Il PIR può essere realizzato anche attraverso un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione “PIR conforme”.¹⁴In questo caso, a differenza di quanto previsto per gli investimenti in OICR, non è necessario l’esercizio di opzione per il regime di risparmio amministrato dal momento che si originano solamente ‘redditi compresi nei capitali corrisposti in dipendenza di contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione’¹⁵. Il PIR assicurativo può essere costituito con polizze di ramo I (gestioni separate), di ramo III, multiramo oppure quelle relative ai contratti di capitalizzazione, di cui al ramo V. Anche per questo tipo di PIR vanno rispettati i medesimi vincoli, avendo riguardo agli attivi dell’impresa di assicurazione. In tali PIR il titolare è il contraente e il periodo di possesso minimo si calcola con riferimento a ciascuno dei premi versati in base al contratto assicurativo e non agli strumenti finanziari nei quali l’impresa investe i premi. Inoltre, in caso di riscatto, si considerano riscattati per primi i premi versati per primi. Come per gli investimenti in OICR, i rendimenti che si cumulano durante l’investimento non possono essere considerati nuovi investimenti. Ogni tipo di polizza ha, inoltre, precise caratteristiche. Per quanto riguarda le polizze del ramo III, il loro valore può essere collegato a OICR esterni oppure a fondi interni assicurativi. In entrambi i casi, la polizza è PIR conforme se almeno il 70% è investito rispettivamente in OICR ‘PIR conformi’ o in fondi interni che rispettano le regole di cui al comma 104. Se invece le quote investite in questi sono inferiori al 70% dei premi versati, il vincolo di composizione va computato sommando alla predetta quota le percentuali demoltiplicate dei singoli investimenti qualificati all’interno di fondi interni e/o OICR e/o gestioni separate non ‘PIR conformi’.

Per quanto riguarda le ‘gestioni separate’ delle polizze di ramo I o delle multiramo, sono in sostanza portafogli di titoli gestiti dall’impresa assicuratrice e, stante l’assenza di rischio in capo all’investitore, tali gestioni non sono soggette al limite di concentrazione del 10% quando si tratta di investimenti non qualificati.

Si può investire in PIR, infine, ricorrendo ai cc.dd. ‘fondi di fondi’ ossia tramite OICR che investono quote o azioni in altri OICR. Ci si trova di fronte a un fondo di fondi PIR conforme se il fondo di fondi investe almeno il 70% dell’attivo in fondi che, a loro volta, investono almeno il 70% dell’attivo in strumenti finanziari qualificati. I vincoli all’investimento sono in tal caso verificati osservando gli attivi dei fondi sottostanti; altrimenti, se le quote o azioni di fondi di fondi non sono un investimento qualificato nel senso suindicato, i vincoli possono essere computati avendo riguardo direttamente all’attivo del fondo di fondi, come se le quote dei fondi

¹⁴ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1 comma 101: “*Il pir si costituisce [...]o di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione.*”.

¹⁵ Cfr. TUIR art. 44, comma 1, lett. g-quarter: “*Sono redditi di capitale [...] g-quarter) i redditi compresi nei capitali corrisposti in dipendenza di contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione.*”.

sottostanti non esistessero. Pertanto, si applica agli strumenti finanziari che compongono l'attivo dei fondi sottostanti la percentuale di partecipazione del fondo di fondi nei fondi medesimi. In sostanza, si sommano gli investimenti dell'OICR partecipante agli investimenti dei fondi partecipati demoltiplicandoli per la quota di partecipazione nei fondi sottostanti.¹⁶

Per la costituzione del PIR, ci si può rivolgere a diverse tipologie di istituzioni. L'investitore potrà avvalersi di intermediari finanziari abilitati all'applicazione del regime del risparmio amministrato. In tal caso gli strumenti finanziari oggetto del PIR andranno depositati presso intermediari residenti in Italia o presso intermediari non residenti aventi stabile organizzazione. In secondo luogo, l'investitore potrà rivolgersi a imprese assicurative residenti nel territorio dello Stato o non residenti che operano nello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di una rappresentante fiscale in Italia.¹⁷

In caso, infine, di amministrazione fiduciaria, l'investitore può costituire il PIR direttamente alla società fiduciaria che provvederà alla gestione fiscale oppure affidarla a intermediari finanziari abilitati ad applicare il regime di risparmio amministrato.

1.3 Funzionamento e movimentazioni del PIR

Alla luce di quanto affermato sinora, va sottolineato che l'investimento in PIR presenta una serie di caratteristiche peculiari. Il PIR è prima di tutto un investimento personalizzabile. Se da un lato l'investitore deve attenersi a quanto prescritto dalla legge in materia di scelta degli strumenti finanziari, pena la decadenza dell'agevolazione fiscale, dall'altro lato la stessa normativa lascia ampia libertà all'investitore (il 30% del totale delle somme e valori) affinché egli possa comporre un portafoglio adatto alle sue esigenze e obiettivi di rischio e rendimento. Inoltre, si tratta di un investimento flessibile e non rigido in quanto è consentito il disinvestimento degli strumenti finanziari che non comporta, entro certi limiti e con un successivo reinvestimento delle somme ottenute, la chiusura del PIR (variazione qualitativa). Si tratta infine di uno strumento di natura dinamica, in quanto la sua consistenza e composizione può variare nel tempo (variazione quantitativa).

Per quanto riguarda le variazioni quantitative va sottolineato che il prelievo di liquidità o la cessione di strumenti finanziari comporta una riduzione del valore corrispondente rispettivamente alla somma prelevata o al valore corrente degli strumenti trasferiti. Tuttavia, nel medesimo anno possono essere reinvestite altre somme fino ad avere una variazione netta

¹⁶ MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine'.

¹⁷ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1 comma 101: "*Il piano di risparmio a lungo termine si costituisce [...], avvalendosi di intermediari abilitati o imprese di assicurazione residenti, ovvero non residenti operanti nel 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.*"

(investimenti al netto dei disinvestimenti) di massimo 30.000 euro.¹⁸

Un discorso più approfondito meritano, invece, le variazioni qualitative. Si è sottolineato, precedentemente, come sia possibile liquidare gli strumenti che compongono il PIR prima del quinquennio ed evitare il meccanismo di recupero a tassazione di cui al comma 106. Infatti, tale comma prevede che in caso di rimborso degli strumenti finanziari contenuti nel PIR prima dello scadere dei 5 anni, il controvalore conseguito deve essere reinvestito entro un determinato periodo di tempo dal momento del rimborso.¹⁹

Va prima di tutto precisato che il periodo entro cui l'investitore può effettuare il nuovo investimento non è più di 30 giorni come si legge dal comma 106, ma di 90 a seguito delle modifiche apportate alla norma dall'art. 57, comma 2, lett. e) del D.L. n. 50 del 2017²⁰. Tale periodo si somma a quello di possesso quinquennale e, dunque, il decorso di tale termine è sospeso durante il periodo concesso per il reinvestimento. In caso di rispetto di tale periodo e procedura, i redditi percepiti medio tempore non saranno soggetti al meccanismo di recupero a tassazione e i redditi percepiti al momento del rimborso non saranno soggetti ad imposizione. La legge prescrive poi determinati vincoli riguardanti gli strumenti oggetto del reinvestimento, prevedendo che questi debbano essere quelli indicati dai commi 102 e 104²¹. In particolare, se lo strumento finanziario rimborsato è qualificato, l'investitore dovrà per forza investire in un altro strumento qualificato; se lo strumento finanziario rimborsato non è qualificato, allora potrà investire sia in uno non qualificato che in uno qualificato.

Per quanto riguarda il concetto di controvalore conseguito va sottolineato che ci si riferisce al valore ottenuto in sede del rimborso, comprensivo di eventuali plusvalenze e minusvalenze. Va precisato però che il reinvestimento del controvalore non va considerato come un nuovo investimento e che, quindi, l'investitore non deve sommare a quanto già versato durante il corso dell'anno tale nuovo investimento.²²

Nel caso in cui gli strumenti finanziari oggetto del reinvestimento siano ceduti prima che sia trascorso il periodo di tempo minimo e non ci sia stato un successivo investimento, le

¹⁸ MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa dei piani di risparmio a lungo termine'.

¹⁹ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1, comma 106: *"In caso di rimborso degli strumenti finanziari oggetto di investimento prima del quinquennio, il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari indicati ai commi 102 e 104 entro trenta giorni dal rimborso."*

²⁰ D.L. n. 50 del 2017 art. 57, comma 2, lett. e) *"All'articolo 1 della legge 11 dicembre 2016, n. 232, sono apportate le seguenti modificazioni: [...] e) al comma 106, ultimo periodo, le parole: "entro trenta giorni" sono sostituite dalle seguenti: "entro novanta giorni."*

²¹ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1, comma 106: *"In caso di rimborso [...] il controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari indicati ai commi 102 e 104."*

²² MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine'.

conseguenze previste dal comma 106 si applicano non solo a questi ultimi strumenti ma anche a quelli oggetto del rimborso.²³

Come affermato precedentemente, la cessione di strumenti finanziari senza il successivo reinvestimento, prevede l'imposizione secondo le regole ordinarie dei redditi percepiti attraverso la cessione e di quelli percepiti durante l'investimento. Tuttavia, ai fini del versamento delle imposte all'erario, gli intermediari possono effettuare adeguati disinvestimenti prima della maturazione dell'holding period in caso di mancata provvista da parte del titolare del piano. Non si procede dunque al recupero a tassazione, sempre che tali disinvestimenti non comportino la violazione dei vincoli di composizione e concentrazione del piano. In sostanza, in caso di mancata provvista da parte dell'investitore, non comportano la tassazione i disinvestimenti di strumenti finanziari effettuati per il pagamento: delle imposte sui redditi e degli interessi dovuti; dell'imposta di bollo di cui l'art. 13, della Tariffa, parte prima allegata al DPR n.642 del 1972, sugli estratti conto e sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari contenuti nel PIR. Non è, però, consentito effettuare successivi investimenti per importi corrispondenti nel medesimo anno dei disinvestimenti.

L'aliquota di imposta applicabile è quella vigente al momento della percezione dei proventi.²⁴

1.4 Stime, previsioni e impatti sull'economia reale

Le prime stime del governo prevedevano un apporto di liquidità pari a 18 miliardi in 5 anni: un numero di adesioni iniziali pari a 120.000, un incremento di 60.000 nuovi PIR ogni anno fino al 2021 con un conferimento medio stimato di 15.000 euro (pari alla metà dell'importo massimo investibile in PIR all'anno).²⁵ Tuttavia, i risultati effettivi della raccolta sono stati diversi e il Governo ha, così, rivisto in rialzo le previsioni per gli anni futuri. Nei primi tre mesi, infatti, sono stati raccolti oltre 1,5 miliardi di euro e il Governo ha previsto una stima di 10 miliardi per l'intero 2017, che ripetendosi di anno in anno hanno alzato la previsione del governo a 50 miliardi di euro in cinque anni. Nel 2017 sono stati raccolti circa 10,9 miliardi di euro, rispettando così le nuove stime del governo.²⁶ Il governo prevede, inoltre, che saranno oltre 50

²³ Cfr. Legge 11 dicembre 2016 n.232, art.1, comma 106: "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."

²⁴ MEF, 2017, 'Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine'.

²⁵ Anna Lambiase, 2015, La quotazione delle PMI su Aim Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, Editore: FrancoAngeli.

²⁶ http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,12316/mappa_2017_04_.pdf.

le aziende che si quoteranno nel 2018 e beneficeranno della raccolta. Nel 2018, inoltre, Equita prevede una nuova stima di 9,1 miliardi di euro.²⁷ Con tale ammontare si supererebbe già in due anni l'ammontare previsto dal Governo all'inizio. Intermonte Sim, invece, prevede una crescita delle sottoscrizioni dei PIR arrivando a 12,4 miliardi per il 2018 e raggiungendo quota circa 68 miliardi entro il 2021.²⁸

A distanza di un anno dall'introduzione dei PIR i vantaggi sono stati diversi. Innanzitutto, si è registrato un aumento del numero di investitori istituzionali sulle piccole-medie imprese italiane, grazie anche alla quota del 21% dell'investimento da destinare ad esse. Si è assistito ad un incremento della liquidità e riduzione del gap tra performance azionarie e fondamentali. Inoltre, si stanno affacciando nel panorama italiano numerosi investitori esteri e nuove tipologie di investitori strategici quali Fondi pensione, Casse di Previdenza e assicurazioni grazie soprattutto all'incremento di liquidità. Infine, si sta sviluppando nel mercato un aumento delle IPO, ampliando per l'investitore l'universo investibile e per le imprese le possibilità di raccolta di risorse finanziarie (circa 40 nuove quotazioni nel 2017 e prospettive per il 2018 di superare le 50 IPO).²⁹

La convergenza degli investimenti verso le small/mid cap è ben visibile anche attraverso l'analisi delle performance degli indici: lo dimostra il fatto che, mentre l'indice generale Ftse Italia All Shares ha chiuso l'anno con un +15,6%, il Ftse Italia Pir Pmi All Index, creato appositamente per seguire l'andamento delle società possibili target dei Piani di investimento ha guadagnato esattamente il doppio.³⁰

Per analizzare gli impatti sull'economia è bene concentrarsi anche sui possibili rischi che questo strumento presenta. E' possibile individuare sostanzialmente tre rischi legati al fenomeno PIR.

Il primo è legato alle commissioni. I PIR sono, infatti, convenienti dal punto di vista del beneficio fiscale che essi offrono. Tuttavia, il problema di fondo è che alcune banche applicano commissioni così elevate (alcune fino al 6 %) che finiscono per annullare tale beneficio. Con una performance del 5%, se la commissione arrivasse al 2,3% il beneficio fiscale nell'investire in PIR verrebbe annullato rispetto all'investire in uno strumento o fondo non PIR conforme.

Il secondo è legato alla scarsa diversificazione. L'investimento in PIR prevede un vincolo di investimento pari al 70% in imprese residenti in Italia o aventi stabile organizzazione in Italia. Questo presuppone che una buona parte dell'investimento è concentrato sul panorama italiano

²⁷ Paola Valentini, 2018, 'Equita, raccolta nei PIR forte anche nel 2018', Milano Finanza.

²⁸ Maximilian Cellino, 2018, 'La spinta dei PIR vale oltre 10 miliardi', Sole 24 ore.

²⁹ IR TOP Consulting, 2018, 'I fondi PIR detengono il 23% del flottante medio di AIM.

³⁰ Maximilian Cellino, 2018, 'La spinta dei PIR vale oltre 10 miliardi', Sole 24 ore.

e implica una scarsa diversificazione, soprattutto dal punto di vista del rischio paese. Infine, vi è il rischio bolla. Sui PIR sono arrivati più soldi di quanto previsto e promettono di raccogliere ancora molto in futuro, stando alle stime precedentemente riportate. Questo ha causato una performance molto alta soprattutto nei segmenti di Borsa dedicati alle piccole medie imprese, che tuttavia prima erano poco performanti. Il rischio, se non aumentano le imprese quotate in tali segmenti, è che si crei una bolla speculativa dovuta ai troppi soldi caduti su un mercato troppo piccolo.³¹

1.5 Le esperienze estere: i PEA francesi e gli ISA inglesi

Nel panorama economico europeo è possibile riscontrare esperienze estere molto simili ai PIR italiani. In questo paragrafo l'analisi è incentrata in due particolari tipologie di strumenti: i PEA francesi e gli ISA inglesi. Queste due modalità, seppur siano le più simili ai nostri PIR, presentano alcune differenze che è interessante analizzare.

I PEA (Plan d'Eparagne en Actions)

Il PEA è, allo stesso modo dei PIR, un contenitore fiscale attraverso il quale i risparmiatori possono investire in diversi strumenti finanziari e godere di benefici fiscali. Furono istituiti molto prima dei PIR, ossia nel 1992, con l'obiettivo di incoraggiare gli investimenti nel mercato azionario in Francia e sviluppare l'educazione finanziaria in un popolo dove questa era abbastanza bassa. Solo successivamente, ossia dal 1° gennaio 2014, il governo francese ha concepito un altro tipo di piano di risparmio, ossia il PEA PME, con lo scopo di sostenere le piccole medie imprese, come avvenne successivamente in Italia.

Può aprire un PEA qualsiasi persona fisica domiciliata in Francia. Come per i PIR, anche l'importo massimo del PEA non può superare il massimale di 150.000 euro. In questo computo non rientrano i dividendi e altri frutti del capitale e dunque il saldo PEA può oltrepassare la suddetta somma. Per quanto riguarda i PEA PME, l'importo massimo è invece di 75.000 euro.

Il PEA, come accennato sopra, può ospitare vari tipi di strumenti finanziari. Come accade per i PIR, l'investitore deve investire una certa percentuale (75%) su titoli di società francesi o aventi sede nell'UE, nonché in Norvegia, Islanda e Liechtenstein.

Il beneficio fiscale collegato ai PEA è strettamente dipendente, come per i PIR, ad un possesso minimo di 5 anni. A differenza dei PIR, tuttavia, il sottoscrittore di un PEA che decide di liquidare anche solo un titolo del fondo prima di 8 anni si vede chiudere l'intero investimento. Tale disciplina non trova applicazione qualora siano trascorsi 8 anni, limite di tempo dal quale

³¹ Morya Longo, 2018, 'Investire in PIR: come fare, quando conviene e i possibili rischi', Sole 24 ore.

L'investitore può disinvestire anche solo una parte dei titoli senza vedersi così chiudere l'intero PEA. Il disinvestimento prima dei 5 anni determina l'annullamento dell'agevolazione fiscale. In particolare, se l'investitore ritira un PEA prima di due anni avrà una tassazione dei guadagni al 22,5% più prelievo per contributi di sicurezza sociale; se lo ritira tra i 2 e 5 anni, la tassazione sarà al 19%, fermo restando i contributi sociali; se lo ritira dopo i 5 anni dovrà pagare solamente i contributi sociali.³²

Gli ISAs (Individual Savings Accounts)

Gli ISA furono introdotti il 6 aprile 1999 dal Governo britannico e sostituirono i precedenti PEP (personal equity plans, molto simili ad un ISA azionario) e i TESSA (molto simili ad un ISA in contanti). Furono istituiti per canalizzare il risparmio della fascia di popolazione medio-bassa e, a differenza dei PIR, inizialmente non prevedevano l'apporto di liquidità alle PMI.

Come accade per i PIR, anche gli ISA godono di un'agevolazione fiscale e in particolare le rendite percepite sotto forma di interessi e dividendi così come le plusvalenze da capital gain o da proventi sono esenti da qualsiasi tipo di imposta. Tuttavia, a differenza dei PIR, non vi è alcuna restrizione su quando e quanto denaro può essere prelevato. Non vi è, quindi, il vincolo relativo all'holding period.

Un'altra differenza rispetto ai PIR riguarda la gamma di ISA presenti nel mercato. Mentre per i PIR esiste un'unica regolamentazione che disciplina un'unica tipologia di piano, per quanto riguarda gli ISA possiamo distinguere sostanzialmente tre tipologie: gli Adult ISA, i Junior ISA e i Lifetime ISA. I primi sono rivolti a investitori con età superiore ai 18 anni; i secondi sono rivolti a soggetti di età inferiore ai 18 anni; gli ultimi si riferiscono ad una soluzione previdenziale e assicurativa flessibile riservata a risparmiatori con età compresa fra i 18 e i 39 anni.

Approfondendo gli Adult ISA, si possono distinguere a sua volta tre diverse tipologie, in base al tipo di strumento finanziario in cui investono: Cash ISA, Stock and Shares ISA e New Innovative Finance ISA. I primi sono destinati alla tenuta di contante che fino ad un certo importo frutta interessi esentasse. I secondi sono destinati all'investimento di azioni in società, fondi comuni di investimento e fondi di investimento, obbligazioni societarie e titoli statali. Gli ultimi includono prestiti peer-to-peer (prestiti che si effettuano verso altre persone o aziende senza l'utilizzo di una banca) e obbligazioni di crowdfunding (operazione che consiste nella raccolta di fondi tra un pubblico indistinto per finanziare un progetto).

³² Disponibile su <https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F2385>.

Allo stesso modo dei PIR, anche gli ISA hanno dei limiti relativi alla destinazione di risorse. Per quanto riguarda gli ISA per adulti, ogni investitore può investire nell'anno 2017/2018 un massimo di 20.000 £, che possono essere divisi a discrezione dell'investitore nelle tre tipologie. Negli ISA Junior, invece, possono essere destinati al massimo 4128 £ per l'anno 2017/2018; mentre per i Lifetime ISA possono essere investiti al massimo 4000£ l'anno.³³

³³ Disponibile su <https://www.gov.uk/individual-savings-account>.

Capitolo 2: analisi di mercato dei PIR

2.1 L'offerta di PIR nel mercato e gli strumenti disponibili

A partire dal primo gennaio 2017, momento in cui la nuova Legge di Bilancio era entrata in vigore, molte società bancarie e assicurative si sono adoperate per rendere possibile l'investimento in PIR. Alcune hanno trasformato fondi già pre-esistenti in fondi PIR, cambiandone la composizione in modo da allinearla alla normativa; altre hanno creato ex novo dei fondi.

Prima di illustrare l'offerta dei PIR presenti sul mercato, è opportuno definire in modo dettagliato gli strumenti finanziari in cui si esplica tale offerta.

Innanzitutto, come accennato nel precedente capitolo, è possibile investire in fondi comuni di investimento. I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Il fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di asset, per i gestori del fondo e per i risparmiatori che vi hanno aderito. Tra i protagonisti vi sono i fondisti, ossia i risparmiatori che investono nelle attività del fondo, le società di gestione, ossia quella che avvia e gestisce il fondo, e, infine, le banche depositarie, che custodiscono i titoli del fondo e ne tengono in cassa le disponibilità liquide. Il valore del fondo viene espresso attraverso la pubblicazione del NAV (Net Asset Value), che rappresenta il valore complessivo netto del patrimonio del fondo.³⁴ I fondi a loro volta si suddividono in varie categorie. I fondi azionari investono principalmente in azioni o in obbligazioni convertibili per almeno il 70%. I fondi obbligazionari investono principalmente in obbligazioni, senza nessun investimento in azioni (ad eccezione di quelli obbligazionari misti che possono investire una quota di massimo 20% in azioni). I fondi bilanciati sono caratterizzati da una composizione mista di obbligazioni e azioni e si suddividono in bilanciati azionari (con azioni in portafoglio comprese tra il 50 e il 90 per cento), bilanciati obbligazionari (con azioni in portafoglio comprese tra lo zero e il 50 per cento) e bilanciati (con azioni in portafoglio comprese tra il 30 e il 70 per cento).³⁵ I fondi flessibili sono fondi che non hanno alcun vincolo relativamente al tipo di strumenti finanziari al loro interno e, quindi, possono investire in azioni in una percentuale dallo zero al 100 per cento.³⁶ Un'altra tipologia di strumento finanziario disponibile sono i fondi ETF, che hanno come unico scopo quello di replicare l'indice di

³⁴Disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiinvestimento.htm>.

³⁵Disponibile su <http://www.assogestioni.it/ass/library/78/guida-alla-classificazione-2003-.pdf>.

³⁶Disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Fondo%20Flessibile>.

benchmark al quale si riferiscono attraverso una gestione totalmente passiva. Con il termine benchmark viene indicato un parametro di riferimento oggettivo sulla base del quale avviene il confronto della performance del fondo con l'andamento del mercato spiegato dallo stesso benchmark. La funzione principale del fondo a benchmark risiede nella valutazione della gestione del fondo confrontando i risultati dello stesso con il parametro di riferimento.³⁷

Vi sono, poi, le gestioni personalizzate, che come meccanismo assomigliano a quello del fondo comune di investimento (il cliente affida un capitale alla banca per cercare di ottenere una rivalutazione dello stesso); tuttavia, in questo caso, si tratta di una gestione individuale e non comune come avviene nel fondo.³⁸

Infine, ci sono le soluzioni assicurative. L'investimento in PIR attraverso forme assicurative può avvenire mediante diversi strumenti. Prima di tutto, ci sono le polizze di ramo I. Si tratta di assicurazioni sulla durata della vita umana e, spesso, sono gestite attraverso una gestione separata. Nella gestione separata il patrimonio è separato da ogni altro patrimonio della società e, quindi, il denaro che lo costituisce può essere incassato solo dai clienti che vi hanno aderito. L'investimento attraverso gestioni separate è subordinato al vincolo relativo alla sicurezza, redditività e liquidità degli investimenti. Il gestore dovrà investire in titoli che garantiscano questo vincolo³⁹. Un secondo tipo di polizza è quella di ramo III. Queste sono assicurazioni, di cui ai rami I e II, le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, o di fondi interni, ovvero a indici o ad altri valori di riferimento.⁴⁰ In particolare le Unit Linked hanno prestazioni collegate al valore di un fondo di investimento, mentre le Index Linked sono connesso alla prestazione di un indice o di un altro valore di riferimento⁴¹. Infine, ci sono le polizze multi-ramo che combinano, solitamente, polizze di ramo I a polizze di ramo III.

Di seguito, viene presentata una tabella elaborata a partire dai dati e dalle statistiche offerti da Assogestioni, in cui si mostra l'offerta delle principali SGR, SICAV e imprese assicurative alla fine del quarto trimestre del 2017, ossia a distanza di un anno dalla nuova Legge sul Bilancio.

³⁷ <http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>.

³⁸ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gestione-patrimoniale.htm>.

³⁹ <https://www.intesasanpaolovita.it/utile-per-te/gestione-separata-come-funziona>.

⁴⁰ Codice assicurazioni, Titolo I, Capo I, art.2.

⁴¹ <https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/quaderni/1999/is5/isvq0005.pdf>.

I fondi saranno ordinati in ordine decrescente in base al patrimonio promosso da ciascuna società.

Successivamente verrà evidenziata la composizione in termini di asset allocation. Si è sottolineato come ogni categoria di fondo vari in base alla propria composizione. Risulta così utile analizzare nel dettaglio alcuni fondi per osservare in che percentuale investono nei vari strumenti finanziari. Verranno proposti per ogni categoria i due fondi che hanno promosso più patrimonio. Non risulterebbe utile mostrare l'asset allocation di tutti i fondi in quanto risulterebbe un mero e lungo elenco, poco utile, dal momento che per ogni tipologia la composizione si ripete quasi sempre allo stesso modo.

Tabella 2.1

SGR	Patrimonio promosso (mln euro)	Raccolta netta (mln euro)	Fondi PIR compliant	Categoria
Mediolanum Gestione Fondi SGR p.A.	3.562	2.112	Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia	Flessibile
			Mediolanum Flessibile Futuro Italia	Flessibile
			Mediolanum Personal PIR	Unit linked
Eurizon Capital SGR (Gruppo Intesa Sanpaolo)	1.715	1.690,7	Eurizon Progetto Italia 20	Bilanciato obbligazionario
			Eurizon Progetto Italia 40	Bilanciato
			Eurizon Progetto Italia 70	Bilanciato azionario
			Eurizon PIR Italia 30	Bilanciato obbligazionario
			Eurizon PIR azioni	Azionario

Fideraum SGR (Gruppo Intesa Sanpaolo)	1.032	1.004,9	Piano Bilanciato Italia 30	Bilanciato obbligazionario
			Piano Bilanciato Italia 50	Bilanciato
			Piano Azioni Italia	Azionario
Amundi Asset Management SGR	2.197	1.369,8	Amundi Risparmio Italia	Bilanciato obbligazionario
			Amundi Valore Italia PIR	Bilanciato Obbligazionario
			Amundi Dividendo Italia	Azionario
			Amundi Sviluppo Italia	Azionario
			ETF FTSE Italia PIR	Azionario
Anima SGR	923	838,4	Anima Crescita Italia	Bilanciato obbligazionario
			Anima Iniziativa Italia	Azionario
Fidelity International	654	Nd	FF Italy Fund	Azionario
Lyxor	639	514,9	Lixor Italia Bond PIR Ucits ETF	Obbligazionario misto (ETF)
			Lyxor FTSE Italia Mid Cap Ucits ETF	Azionario (ETF)
			Lyxor Italia Equity PIR UCITS ETF	Azionario (ETF)
Axa	328	-15,1	Investimento Italia Axa PIR Obbligazionario	Obbligazionario misto
			Investimento Italia Axa PIR Azionario	Azionario

Schroders	318	21,7	Schroder ISF Multi-Asset PIR Italia	Bilanciato
Gruppo Ubi Banca	301	295,4	Ubi Pramerica Mito 25	Bilanciato obbligazionario
			Ubi Pramerica Mito 50	Bilanciato
Allianz	291.000	114.200	Allianz Azioni Italia All Stars	Azionario
			Allianz Prospettiva Risparmio Italia	Polizza multi- ramo a vita
BNP Paribas	268	264,5	InvestiPIR BNL Crescita Italia	Polizza multi- ramo (ramo I e ramo III)
			PIR Selection	Polizza multi- ramo
			PIR Opportunity	Polizza multi- ramo
Azimut	256	254,6	AZ Fund Italia Excellence 3.0	Bilanciato
			AZ Fund Italia Excellence 7.0	Bilanciato
Iccrea	217	216,2	Investiper Italia PIR 25	Flessibile
			Investiper Italia PIR 50	Flessibile
Gruppo Banca Interbancaria	190	1,9	Symphonia Azionario Small Cap Italia	Azionario
			Symphonia Patrimonio Italia Risparmio	Flessibile

Zenit	168	53,7	Zenit Obbligazionario	Obbligazionario misto
			Zenit Pianeta Italia	Azionario
Deutsche Bank	155	157,8	Deutsche AM Multi Asset PIR Fund	Flessibile
Banca Sella	139	93,8	Investimenti Bilanciati Italia	Bilanciato obbligazionario
			Investimenti Azionari Italia	Azionario
Ersel	110	-9,4	Fondersel PMI	Azionario
			Leadersel PMI	Flessibile
Credito Emiliano	104	103,2	Euromobiliare PIR Italia Azionario	Azionario
			Euromobiliare PIR Italia Flessibile	Flessibile
Gruppo Cassa Centrale Banca	85	41,5	GP Benchmark PIR Risparmio Italia 30	Gestione patrimoniale
			GP Benchmark PIR Risparmio Italia 50	Gestione patrimoniale
			GP Benchmark PIR Risparmio Italia Azionario	Gestione patrimoniale
Banca Finnat Euroamerica	84	16,3	New Millennium Pir Bilanciato Sistema Italia	Bilanciato
			New Millennium Augustum Italia Diversified Bond	Obbligazionario

Acomea	72	12,1	Acomea Patrimonio Esente	Flessibile
			Acomea Italia	Azionario
Mediobanca	70	14,4	Mid & Small Cap Italy	Azionario
Soprarno	46	4,7	Soprarno Ritorno Assoluto	Flessibile
Credit Suisse	44	-4,1	CS Lux Italia Equity Fund	Azionario
Pensplan Invest	21	20,8	Generation Dynamic PIR	Bilanciato azionario
Nextam Partners	18	2,9	Italian Selection	Azionario
			Ver Capital High Yield Italian PIR	Obbligazionario
Kairos Partners	16	15,7	Kairos Italia PIR	Azionario
Generali	13	12,9	Genera CrescITA	Polizza vita

Fonte: elaborato dall'autore sulla base dei dati di Assogestioni

Asset allocation

Flessibili

Partendo dai due fondi flessibili di Mediolanum è possibile comprendere la definizione di fondo flessibile, ossia un fondo che può investire liberamente nei vari strumenti finanziari.

Figura 2.1

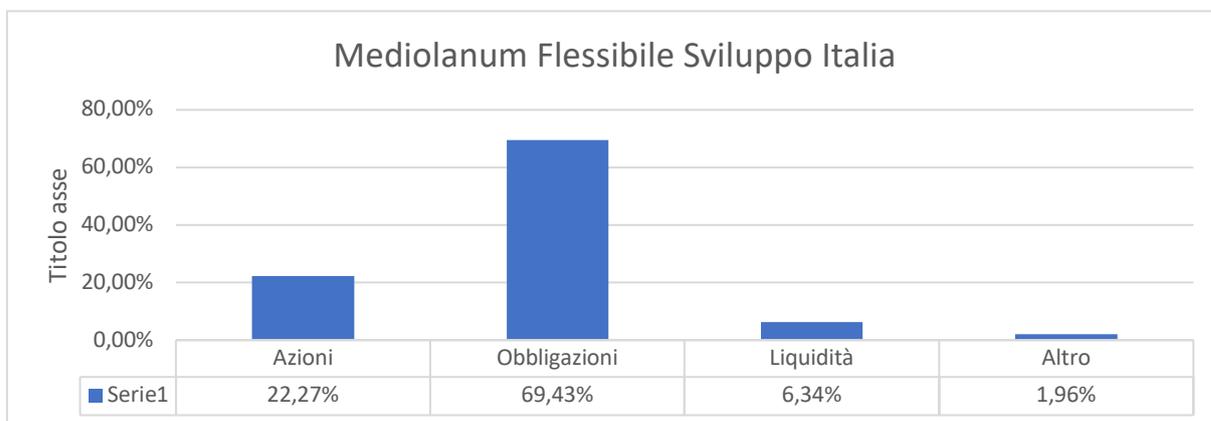
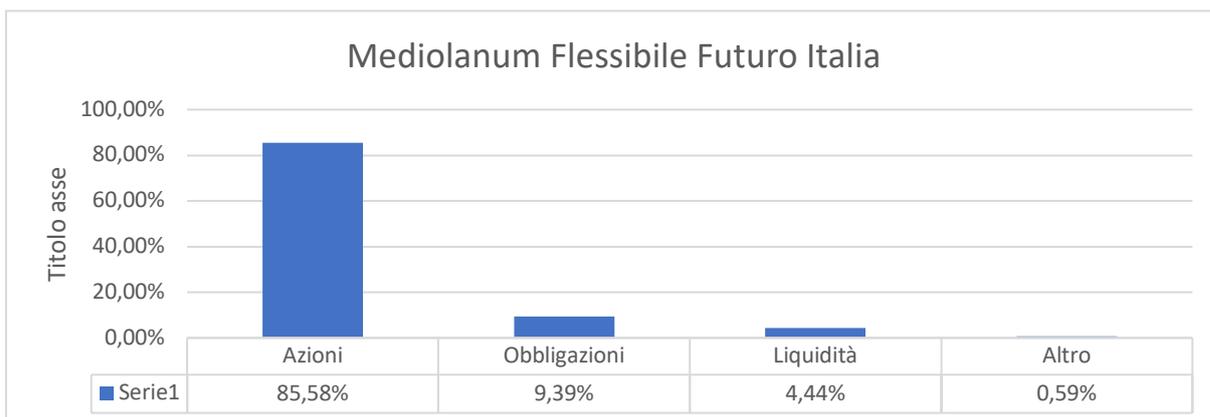


Figura 2.2



I fondi, infatti, pur appartenendo alla stessa categoria, hanno una composizione molto diversa tra loro. Il primo è un fondo sicuramente più prudente che investe maggiormente in obbligazioni; il secondo è un fondo più rischioso, volto ad un maggior rendimento atteso, che investe quasi tutto in azioni. Quello che risalta dei fondi flessibili è, per l'appunto, la flessibilità e la diversità tra di loro, proprio per la caratteristica di non avere vincoli e di essere facilmente adattabili alle esigenze dell'investitore.

Azionari

I fondi azionari sono formati da un investimento per almeno il 70% in azioni. L'investitore ha poi un margine del 30% attraverso il quale può decidere di investire in ulteriori azioni oppure combinare azioni con obbligazioni.

Figura 2.3

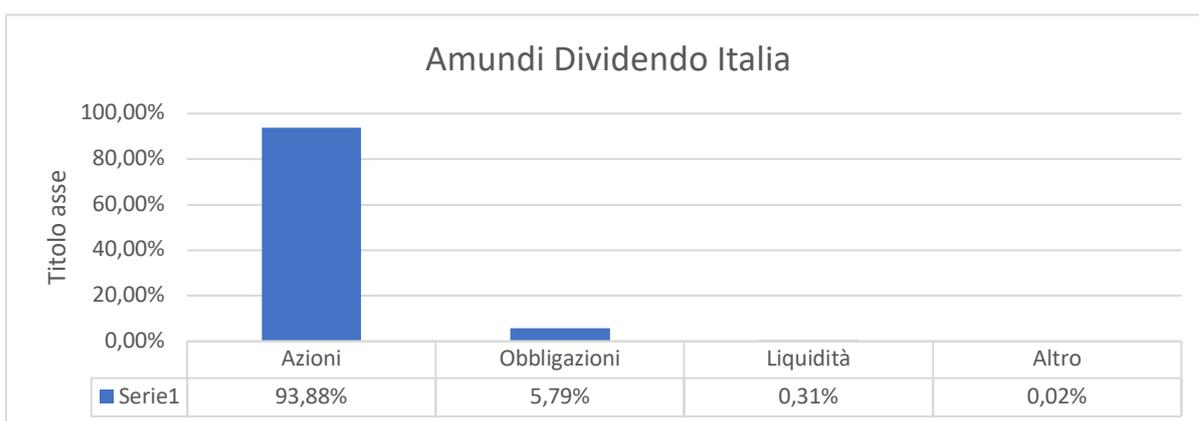
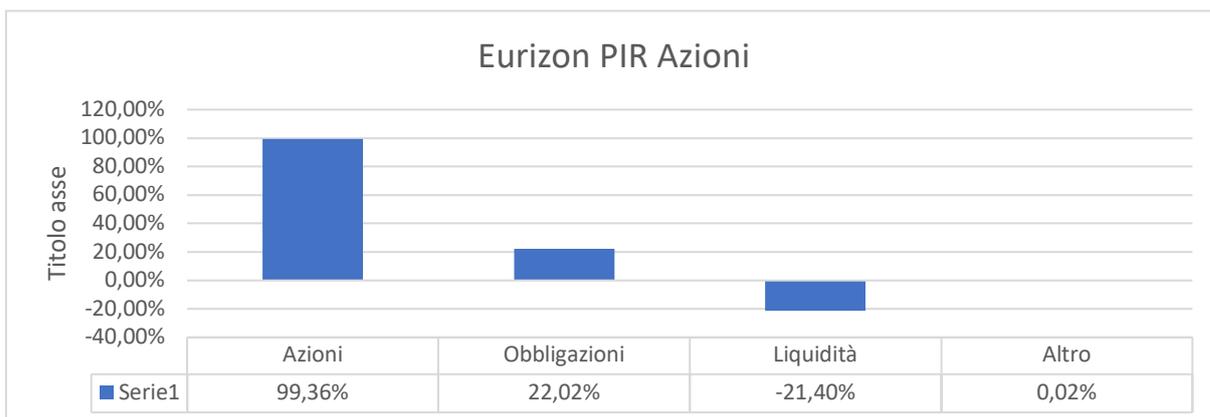


Figura 2.4



In questi due fondi presi in considerazione si può notare come in entrambi la quota di azioni sia rilevante. Mentre Amundi però si espone completamente su azioni, Eurizon combina azioni e obbligazioni in una percentuale quasi del 120%. Questo è ottenuto attraverso la percentuale negativa della liquidità, che sta ad indicare che il portafoglio è a leva e può permettersi esposizioni sopra il 100%.

Obbligazionari

I fondi obbligazionari sono caratterizzati dalla presenza di sole obbligazioni, ad eccezione di quelli misti che possono investire per un massimo del 20% in azioni.

Figura 2.5

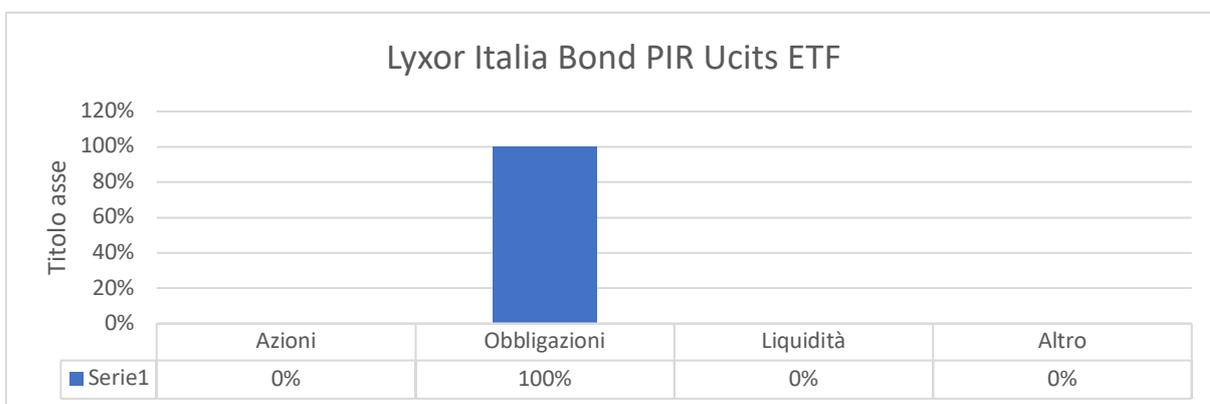
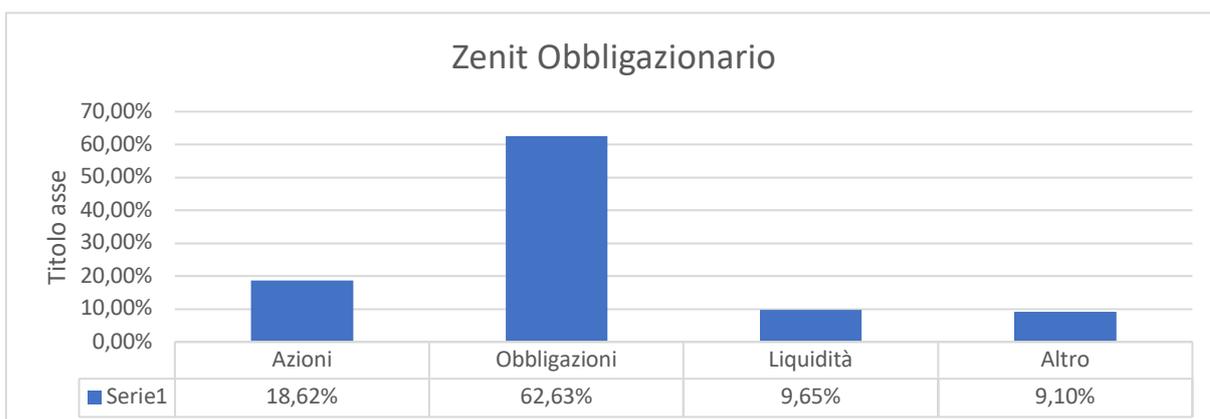


Figura 2.6



Il primo fondo, nonostante sia categorizzato da Assogestioni come obbligazionario misto, può essere tranquillamente considerato un obbligazionario, dal momento che investe il 100% in obbligazioni. Il fondo di Zenit, invece, è un chiaro esempio di obbligazionario misto. La percentuale di azioni non supera il 20 % e il fondo è composto, inoltre, anche da altri strumenti finanziari. Lo scopo del fondo obbligazionario è quello di offrire un rendimento quasi certo a rischio molto basso, mentre quello misto cerca di combinare la quota maggioritaria di obbligazioni con una piccola percentuale di azioni in modo da ottenere un rendimento atteso più alto e diversificare anche in termini di strumenti finanziari.

Bilanciati

Infine, ci sono i fondi bilanciati, che a seconda che siano azionari, obbligazionari o bilanciati presentano diverse composizioni.

Figura 2.7

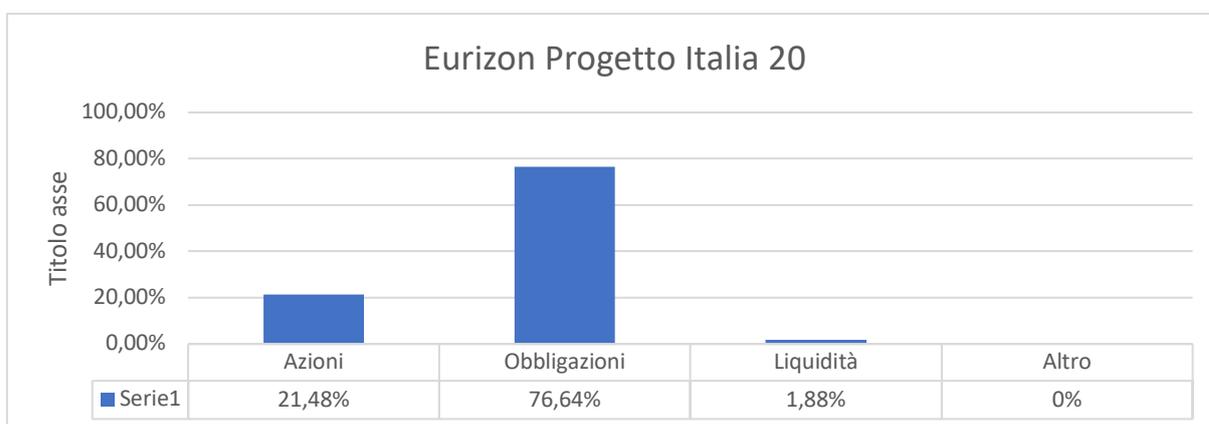


Figura 2.8

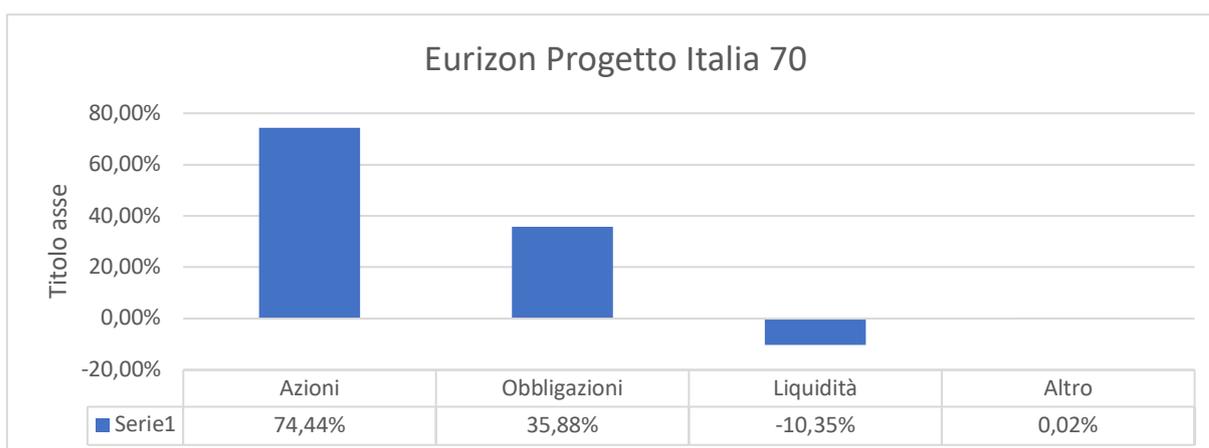
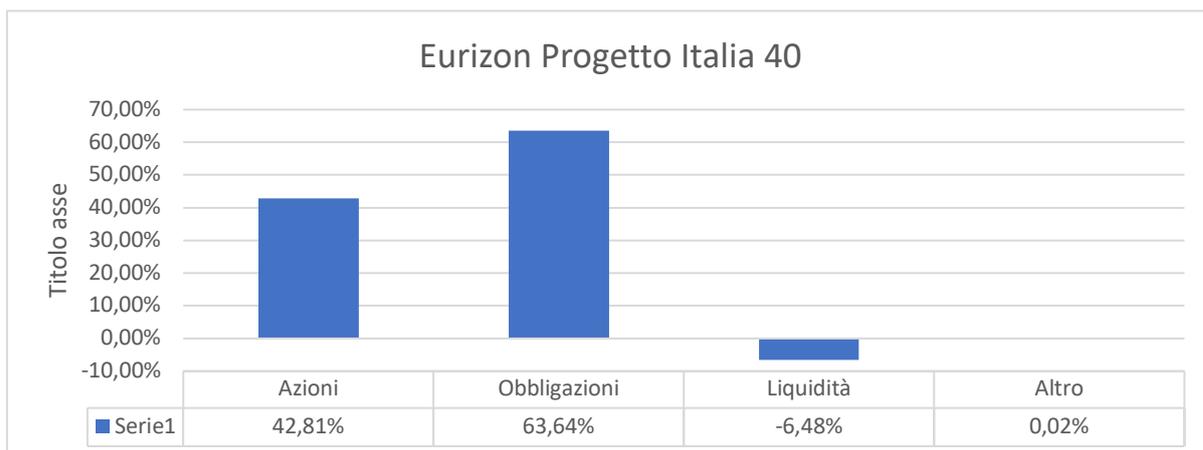


Figura 2.9



Fonte dei grafici: elaborazioni dell'autore a partire dai dati di Morningstar.it

Il primo fondo è un bilanciato obbligazionario. Non può, infatti, essere considerato obbligazionario misto in quanto la percentuale di azioni supera il 20%, però non supera il 50%. Il secondo è un bilanciato azionario in quanto, oltre alle obbligazioni, investe tra il 50 e il 90% in azioni. Inoltre, il fondo si caratterizza per essere in leva con una liquidità negativa e questo permette di investire in una quota relativamente abbondante di obbligazioni. L'ultimo fondo, invece, è bilanciato, con una percentuale di azioni tra il 30 e il 70% e con lo stesso effetto leva. I fondi bilanciati si distinguono per il bilanciamento dei principali strumenti finanziari, ossia azioni e obbligazioni. Lo scopo è quello di combinare i due tipi di strumenti in percentuali non troppo distanti tra loro e non esporsi troppo verso un certo tipo di prodotto finanziario.

2.2 Analisi di performance dei PIR

L'introduzione della maggior parte dei PIR elencati è avvenuta nei primi mesi del 2017. A circa un anno di distanza è opportuno analizzare gli andamenti dei fondi e valutare la convenienza di questo tipo di prodotto finanziario. Nella tabella proposta sono riportati diversi indicatori che permettono di studiare i trend dei vari fondi. Per la mancanza di alcune informazioni non saranno riportati tutti i fondi e per gli indicatori di cui non è disponibile il dato verrà scritto "nd". Il rendimento è la variazione percentuale registrata dal valore della quota del fondo durante un determinato arco di tempo.⁴² I dati dei rendimenti si riferiscono ad un orizzonte temporale di un anno compreso tra maggio 2016 e maggio 2017. In particolare, i rendimenti presentati sono cumulati. I rendimenti cumulati sono quelli ottenuti da un fondo in un dato periodo che può essere annuale, bimestrale, trimestrale, mensile, settimanale o giornaliero.⁴³ In

⁴² www.borsaitaliana.it/fondi/legenda.htm.

⁴³ www.morningstar.it/it/glossary/101637/rendimenti-cumulati.aspx.

alcuni casi, a causa della data troppo recente di istituzione di alcuni fondi, verrà proposto il rendimento a 6 mesi (evidenziato con un asterisco). Un altro dato di significativa importanza è quello sulla volatilità. La volatilità totale è espressa come la deviazione standard del fondo, che misura il grado di dispersione dei rendimenti rispetto alla loro media ed è la misura utilizzata più comunemente per stimare il rischio. Il rischio di un investimento è considerato tanto più elevato quanto maggiore è il valore della deviazione standard, che può assumere valore minimo pari a zero.⁴⁴ La volatilità negativa, invece, si focalizza sul concetto di downside risk, ossia sulla parte negativa di volatilità manifestata dall'investimento. Il downside risk esprime una misura sintetica della frequenza e dell'intensità con cui l'investimento ha realizzato performance inferiori rispetto a quelle di un rendimento soglia prescelto. Sia volatilità semplice che negativa si riferiscono ad un arco temporale di un anno.

Il grado di rischio, invece, è un indicatore fornito dalla società emittente che può assumere valori da 1 (rischio minimo) a 7 (rischio massimo).⁴⁵

Infine, l'analisi svolta si concentra anche sullo studio dei costi legati alla gestione, alla sottoscrizione e alla performance. I costi di gestione e sottoscrizione sono semplici percentuali applicate al totale investito, mentre le commissioni di performance sono delle commissioni applicate ad un extra-rendimento che il fondo realizza rispetto ad un benchmark o ad un indice di riferimento.

Tabella 2.2

Fondo	Rendimento 2017	Volatilità standard (a un anno)	Volatilità negativa (a un anno)	Grado di rischio	Commissioni -gestione -sottoscrizione -performance
Mediolanum Flessibile Sviluppo Italia (LA)	-0,06%	3,69%	1,99%	5	-1,5% -da 0 a 3% -15%
Mediolanum Flessibile Futuro Italia (LA)	6,16%	8,55%	3,57%	7	-1,75% -da 0 a 3% -20%

⁴⁴ www.borsaitaliana.it/fondi/legenda.htm.

⁴⁵ www.borsaitaliana.it/fondi/legenda.htm.

Eurizon Progetto Italia 20	0,25%	2,72%	1,49%	3	-1,2% -da 0 a 1,5% -10%
Eurizon Progetto Italia 40	1,93%	4,15%	2,03%	4	-1,4% -da 0 a 1,5% -10%
Eurizon Progetto Italia 70	4,54%	6,95%	3,05%	5	-1,6% -da 0 a 1,5% -10%
Eurizon PIR Italia 30	0,85%	3,21%	1,7%	4	-1,4% -da 0 a 1,5% -10%
Eurizon PIR Azioni	3,38*	nd	nd	6	-1,8 -da 0 a 1,5% -10%
Piano Bilanciato Italia 30 (PIR)	2,75%	3,79%	1,84%	4	1,4 -3% -0
Piano Bilanciato Italia 50 (PIR)	4,50%	5,78%	2,58%	4	-1,6% -3% -0
Piano Azioni Italia (PIR)	8,80%	10,07%	4,32%	6	-2% -3% -0
Amundi Risparmio Italia (A)	1,61%	2,81%	1,35%	3	-1,2% -da 0 a 2% -15%
Amundi Valore Italia PIR (A)	0,44%*	nd	nd	5	-0,3% -0 -20%
Amundi Dividendo Italia (PIR)	6,16%	10,26%	4,16%	6	-1,85% -3% -20%

ETF FTSE Italia PIR	2,61%*	nd	nd	6	-0,35% -0 -0
Amundi Sviluppo Italia (A)	9,07%	11,06%	5,62%	6	-1,85% -2% -15%
Arca Economia Reale Bilanciato Italia 30 (PIR)	1,33%*	3,67%	2,04%	4	-1,35% -2% -20%
Arca Economia Reale Bilanciato Italia3 55(PIR)	1,29%*	nd	nd	4	-1,6 -3% -20%
Arca Azioni Italia (PIR)	5,68%*	nd	nd	6	-1,8% -4% -0
Arca Economia Reale Equity Italia (PIR)	10,47%	12,38%	6,83%	5	-2% -4% -0
Fidelity Fund-Italy Fund (A)	9,94%	16,03*%	nd	6	-1,5% 5,25% -nd
Anima Crescita Italia Ap (PIR)	3,99%	3,78%	1,35%	4	-1,35% -4% -20%
Anima Iniziativa Italia Ap (PIR)	12,52%	10,38%	4,19%	6	-2% -5% 10%
Lyxor Italia Equity PIR UCITS ETF	4,53%*	nd	nd	6	-0,35% -0 -0
Lyxor FTSE Italia Mid Cap	5,76%	16,27*%	nd	6	-0,4% -0

PIR UCITS ETF						-0
Ubi Pramerica Mito 50 (P)	4,06%	6,10%	3,03%	4		-1,5% -2% nd
Ubi Pramerica Mito 25 (P)	1,20%	3,65%	1,87%	4		-1,2% -2% -nd
Allianz Azioni Italia All Star (P)	5,41*%	nd	nd	6		-1,8% -3% -10%
Az Fund Italia Excellence 7.0 (AP)	-1,27*%	nd	nd	5		-1,5% -2% -nd
Az Fund Italia Excellence 3.0 (AP)	-0,82*%	nd	nd	4		-1,2% -0 -nd
Symphonia Azionario Small Cap Italia (PIR)	5,78%	10,63%	5,71%	5		-1,8% -0% -20%
Symphonia Patrimonio Italia Risparmio (PIR)	-0,51%	2,5%	1,67%	4		-1,3% -0 -15%
Zenit Obbligazionario (I)	0,92%	2,12%	0,95%	3		-0,65% -da 0 a 3% -20%
Zenit Pianeta Italia (I)	7,63%	9,98%	4,28%	6		-0,9% -da 0 a 3% -20%
Investimenti Bilanciati Italia (PIR)	1,94%	3,19%	1,45%	3		-1,5% -2% -20%

Investimenti Azionari Italia (PIR)	10,47%	10,42%	3,88%	6	-1,8% -2% -20%
Deutsche Am Multi Asset PIR Fund (Lc)	1,19*%	nd	nd	4	-1,2% -4% -0
Euromobiliare PIR Italia Azionario (A)	4,35%	nd	nd	6	-1,8% -2% -10%
Euromobiliare PIR Italia Flessibile (A)	0,12%	nd	nd	4	-1,2% -2% -0
Bilanciato Sistema Italia (A)	1,48%	4,51%	2,61%	4	-1,2% -3% -20%
Augustum Italian Diversified Bond (A)	3%	3,73%	2,28%	3	-0,55% -da 0,5% a 3% -10%
Acomea Patrimonio Esente (P2)	2,16%	3,03%	1,74%	4	-1,7% -4% -15%
Acomea Italia (P2)	6,22*%	nd	nd	6	-1,9 -4% -20%
Mid & Small Cap Italy	5,95%	8,38%	5,06%	6	-1,5% -3% -0
Soprarno Ritorno Assoluto	-0,40*%	nd	nd	3	-1,5% -2% -20%
CS Lux Italia Equity Fund	13,43%	11,97%	3,78%	6	-1,92% -5% -nd

Generation Dynamic PIR	2,96%*	6,16%	2,65%	5	-1,7% -3% -0
Italian Selection	4,19%	7,21%	2,69%	6	-2% -3% -20%
Ver Capital High Yield Italian PIF	-1,44%*	2,32%	2,12%	3	-1,4% -0 -0
Kairos Italia PIR	3,08	nd	nd	5	-1,5% -0 -20%

Fonte: elaborato dell'autore sulla base dei dati forniti da Borsa Italiana

Svolgendo una prima generale analisi è possibile individuare quali siano stati i fondi più performanti ad un anno dal lancio. Nei primi cinque posti per rendimento troviamo CS Lux Italia Equity Fund (13,43%), Anima Iniziativa Italia (12,52%), Arca Economia Reale Equity Italia PIR (10,47%), FF Italy Funds (9,94%) e Amundi Sviluppo Italia (9,07%). Come era facilmente prevedibile, si tratta di fondi azionari. Questi, possedendo una percentuale significativa di azioni al loro interno, sono esposti ad un rischio più alto rispetto agli altri e in caso di scenario positivo remunerano certamente di più. Infatti, osservando le volatilità più alte, si può notare come queste appartengano tutte ai fondi azionari. I primi cinque fondi per volatilità sono Lyxor FTSE Italia Mid Cap PIR UCITS ETF (16,27%), FF Italy Funds (16,03%), Arca Economia Reale Equity Italia PIR (12,38%), CS Lux Italia Equity Fund (11,97%) Amundi Sviluppo Italia (11,06%). Alta volatilità comporta un alto rendimento atteso ma ciò, non sempre, si traduce in un rendimento effettivo alto. Essendoci alta volatilità, di conseguenza alta incertezza, il rendimento potrebbe essere più basso del previsto, o comunque non in linea con le aspettative o con le medie degli altri: è il caso del fondo di Lyxor, che presenta la volatilità più alta e ha registrato un rendimento di quasi la metà della media dei primi cinque. Analizzando, invece, i peggiori cinque possiamo individuare due bilanciati, due flessibili e un obbligazionario. Il peggiore è il Ver Capital High Yield Italian PIR (-1,44%), seguito da i due fondi di Azimut, AZ Fund Italia Excellence 7.0 (-1,27%) e AZ Fund Italia Excellence 3.0 (-0,82%), a seguire Symphonia Patrimonio Italia (-0,51%) e, infine, Soprarno Ritorno Assoluto (-0,4%). E' interessante notare come le volatilità di alcuni di questi fondi

siano tra le cinque più basse e nonostante ciò il rendimento sia negativo. A seguito di una bassa volatilità ci si aspetterebbe un rendimento basso ma, perlomeno, certo. Analizzando le cinque volatilità più basse troviamo Zenit Obbligazionario (2,12%), Ver Capital High Yield Italian PIR (2,32%), Symphonia Patrimonio Italia (2,5%), Eurizon progetto Italia 20 (2,72%) e Amundi Risparmio Italia (2,81%).

Un'analisi più dettagliata può essere svolta a livello di categoria di fondi, calcolando rendimento medio e volatilità media e confrontandoli con degli opportuni indici benchmark per comprenderne l'entità e l'andamento. Gli indici benchmark considerati sono quelli utilizzati da Morningstar. Cominciando dai fondi azionari, essi hanno registrato un rendimento medio del 6,93% e una volatilità media del 11,16%. L'indice benchmark considerato, l'MSCI Italy, l'indice di benchmark per i fondi azionari in generale, ha registrato un rendimento del 6,34%. Il rendimento dei fondi azionari risulta, quindi, quasi allineato a quello del benchmark, con una leggera sovraperformance del 0,59%. La volatilità si attesta ad un livello medio-alto.

I fondi bilanciati hanno registrato un rendimento medio dell'1,84%, con una volatilità media del 4,31%. L'indice di benchmark usato da Morningstar per i fondi bilanciati è il Cat 50% Barclays Eu Agg& 25%FTSE AW Dv Eur e registra un rendimento del 2,22%. I fondi bilanciati, perciò, esibiscono una volatilità bassa e si attestano ad un livello inferiore del 0,38% rispetto al rispettivo indice.

I fondi flessibili esibiscono un rendimento medio del 1,23% e una volatilità media del 4,44%. L'indice usato viene utilizzato per valutare i bilanciati prudenti è il Cat 75% Barclays Eu Agg& 25%FTSE AW Dv Eur, che ha registrato un rendimento del 1,51%. Anche i fondi flessibili si attestano ad un livello leggermente inferiore rispetto all'indice e presentano una volatilità bassa. Infine, i fondi obbligazionari presentano un rendimento medio dello 0,83% con una volatilità media del 2,72%. L'indice di riferimento, il BB BARG EU Agg Bond Tr EU, ha registrato un rendimento dello 0,93%. I fondi obbligazionari, perciò, presentano una volatilità molto bassa e un rendimento inferiore dello 0,10% a quello dell'indice. Si può concludere che in generale i rendimenti hanno avuto un andamento che in media replicava quello degli indici e che gli scostamenti dai rispettivi indici sono stati molto bassi, in tutti i casi inferiori all'1%.

Un altro aspetto di fondamentale importanza sono i costi. Se da un lato i PIR, seguendo opportune regole, assicurano l'esenzione fiscale dei redditi prodotti, dall'altro occorre evidenziare come, talvolta, tali benefici possano essere neutralizzati dalle alte commissioni che le varie SGR chiedono.

Cominciando, come precedentemente, da un'analisi generale si può notare che i costi di gestione medi siano dell'1,42%. I costi di ingresso possono raggiungere un massimo di 2,32% in media e i costi di performance medi arrivano all'11,28% del rendimento in eccesso rispetto

ad un benchmark o un indice deciso dalla SGR. Tralasciando per un momento i costi di performance e calcolando il costo totale tra gestione e ingresso si può arrivare ad un massimo di 3,74%. Considerando che diverse SGR non applicano sempre il massimo nelle commissioni di ingresso, può essere preso come riferimento per l'analisi una media tra zero (nessuna commissione) e il 2,32%(commissione massima media). Come si può notare dalla tabella, infatti, molte SGR nelle commissioni di ingresso indicano spesso un range (per esempio da zero a tre per cento) piuttosto che una commissione fissa. Sommando il costo medio di gestione e la media tra commissione nulla e commissione media massima, si arriva ad un costo del 2,58%. Si tratta di una commissione molto alta che in molti casi annullerebbe il beneficio fiscale. Infatti, con una commissione di questo calibro, dovrebbe essere realizzato un rendimento di circa il 10% per compensare i benefici fiscali. Infatti, realizzando un rendimento del 10%, le commissioni fiscali sarebbero il 26% del 10% ossia il 2,6%. Un rendimento del 10% tuttavia è molto difficile da realizzare, soprattutto in un anno, e come testimonia la tabella sopra riportata, solo pochi, in particolare gli azionari, sono riusciti a realizzarlo. Questo è il costo che si dovrebbe sostenere al primo anno. Infatti, le commissioni di sottoscrizioni vanno pagate solo all'inizio. Tuttavia, l'1,4% relativo alle sole commissioni di gestione è comunque molto alto e richiederebbe rendimenti di circa 5,5% per trarre un beneficio dal mancato pagamento delle tasse. E si deve precisare che questo è il costo minimo annuo, che non contempla eventuali altri oneri, come la commissione di performance o un'eventuale commissione di uscita dal fondo. Analizzando per categoria i costi medi, gli azionari si attestano ad una commissione di gestione media del 1,56%, di ingresso massima del 2,5% e di performance del 10,3%; i bilanciati registrano rispettivamente 1,34%, 2,05% e 12,5%; i flessibili 1,45%, 2,57%, 12,14%; infine gli obbligazionari 0,87%, 2% e 10%. Sicuramente la questione che risalta di più è la poca differenza di costo tra i fondi azionari, bilanciati e flessibili. Infatti, se i fondi azionari potrebbero in qualche modo raggiungere certi rendimenti per garantire un vantaggio a seguito dell'esenzione fiscale, i fondi flessibili e bilanciati, almeno seguendo i trend mostrati nella tabella, faticano a raggiungere certi rendimenti e il vantaggio derivante dell'esenzione fiscale andrebbe interamente perduto in costi di commissione.

2.3 Composizione dei PIR

Dopo aver svolto un'analisi di rischio-rendimento collegata anche alle commissioni dei fondi, è altresì utile studiare come sono composti i fondi PIR. Come per i paragrafi precedenti, prima di procedere è doveroso avvertire che nell'analisi svolta non verranno considerati tutti i fondi elencati al paragrafo 1.1 sostanzialmente per due motivi. Il primo motivo è legato alla consueta mancanza di dati e informazioni per alcuni fondi. La seconda, invece, è legata al tipo di dati

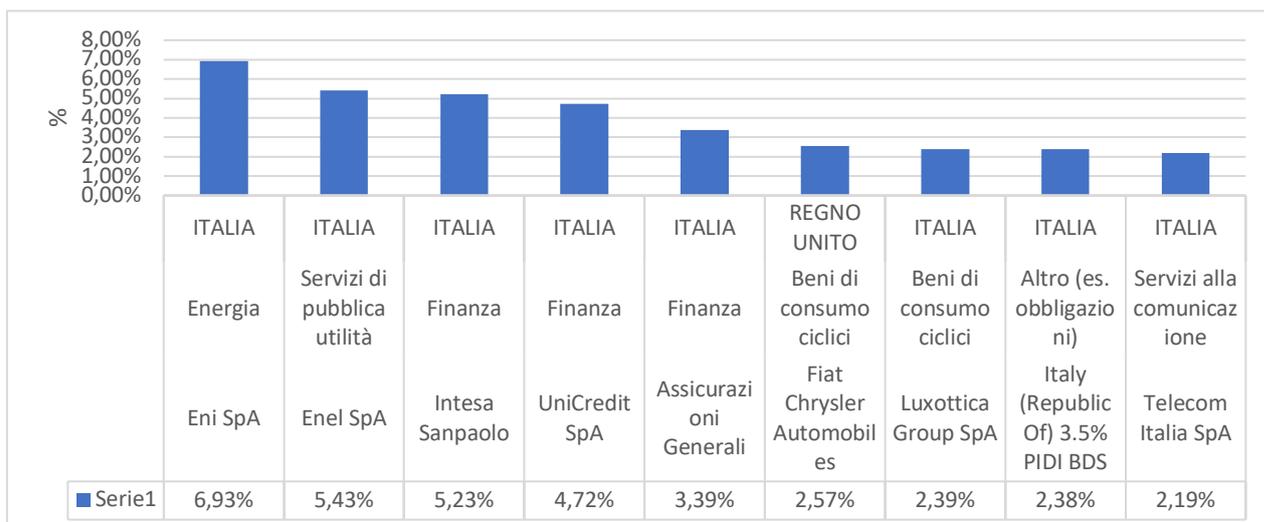
che vengono offerti. Infatti, nel sito di Morningstar e nelle relazioni dei vari fondi non vengono quasi mai elencati tutti i titoli presenti nel fondo, ma solamente i primi dieci. Saranno, quindi, presi in considerazione undici fondi. In particolare, ho considerato un fondo, se disponibile, delle prime cinque SGR per patrimonio promosso. Nel dettaglio, ho considerato il fondo in cui la percentuale dei primi dieci titoli ricopriva la maggiore quota. Inoltre, ho considerato altri sei fondi, in particolare i primi sei fondi per percentuale ricoperta dai primi dieci titoli. Non avrebbe molto senso infatti trarre conclusioni sensate su fondi in cui la suddetta percentuale è bassa.

Verranno così elencati i primi dieci titoli dei fondi scelti e attraverso questi si analizzerà i Paesi e i settori da cui le società di gestione dei fondi sono attratte. A supporto di questa analisi verranno usati sempre i dati di Morningstar, che utilizza particolari terminologie, alcune delle quali è bene specificare per non creare confusione e dubbi. Per quanto riguarda i settori, è possibile trovare quello della finanza, che comprende porzioni di portafoglio investite in banche, società finanziarie, di gestione del risparmio, erogatrici di mutui, brokers e assicurazioni; il settore dei beni industriali comprende porzioni investite in società aereospaziali e per la difesa, produttori e distributori di prodotti chimici, macchinari e materiali per costruzioni e merci; il settore dei beni di consumo riguarda, invece, cibi e bevande, abbigliamento e prodotti per la cura personale; i servizi di pubblica utilità riguardano le utilities (elettricità, acqua e gas); il settore dell'energia riguarda i produttori e raffinatori di petrolio e gas, società di condutture e giacimenti petroliferi; il settore della salute comprende società farmaceutiche, servizi ospedalieri, cliniche, società di biotecnologie; il settore della difesa include quei produttori che forniscono beni alle forze armate. Per quanto riguarda i Paesi, le uniche due "regioni" che potrebbero creare incomprensione sono l'Europa Occidentale Area Euro ed Europa Occidentale Area non Euro. Con il primo termine si identificano i Paesi dell'Europa aderenti l'Euro, con il secondo quelli non aderenti, escluso il Regno Unito per il quale vi è una percentuale a parte.

Infine, con il supporto di alcuni dati forniti da Assogestioni, si analizzerà in che percentuale i fondi investono nei segmenti di borsa dedicati alle piccole e medie imprese, per verificare se, effettivamente, i principali destinatari della disciplina sono stati sostenuti e aiutati.

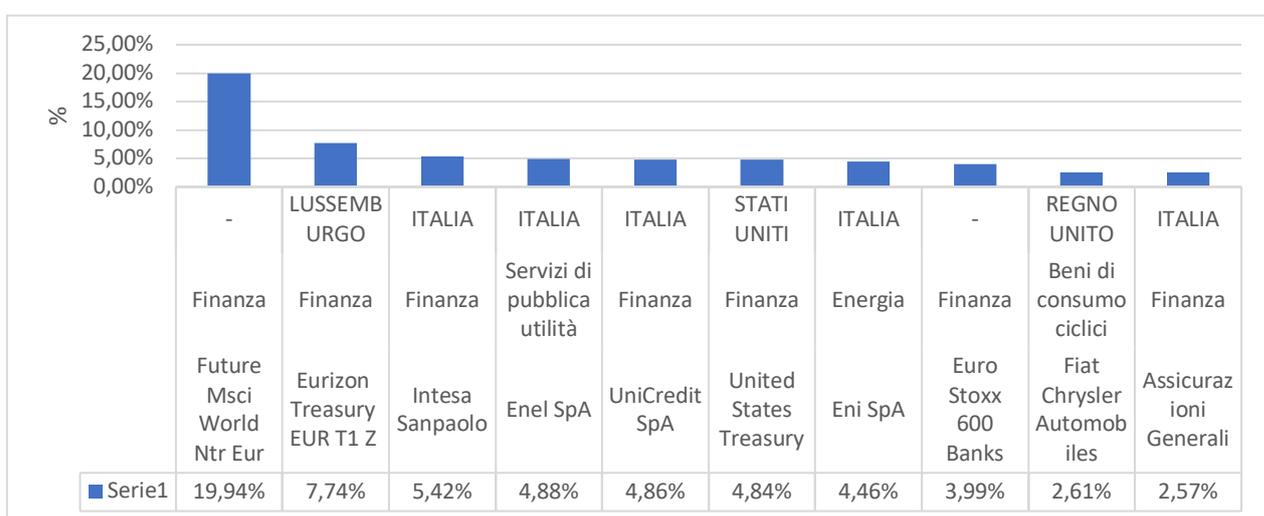
Mediolanum Flessibile Futuro Italia (37,26% del portafoglio)

Figura 2.10



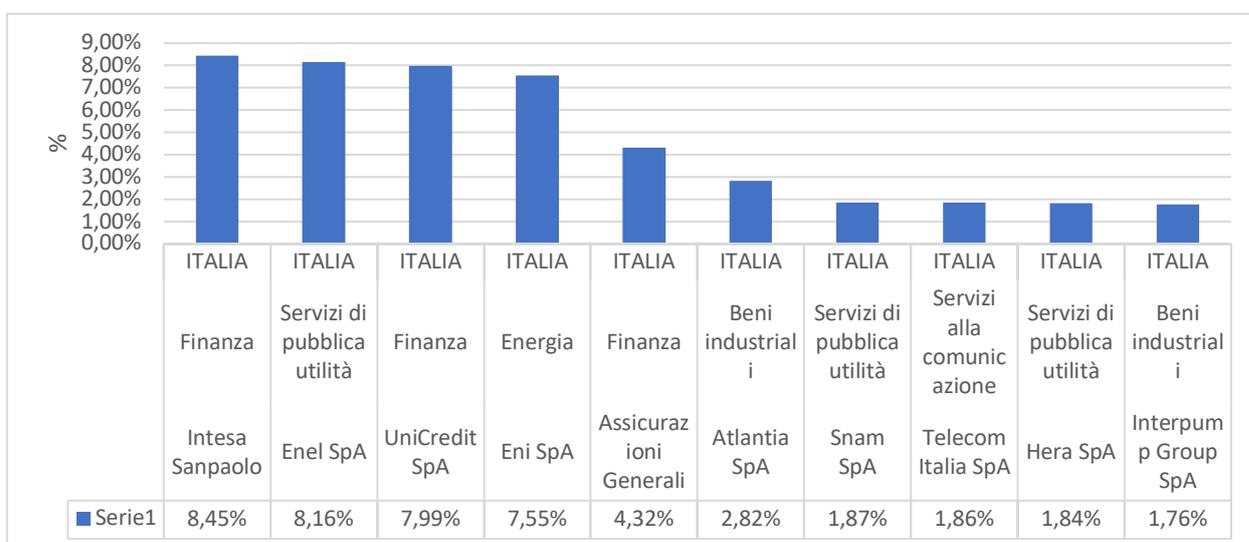
Eurizon PIR azioni (61,31% del portafoglio)

Figura 2.11



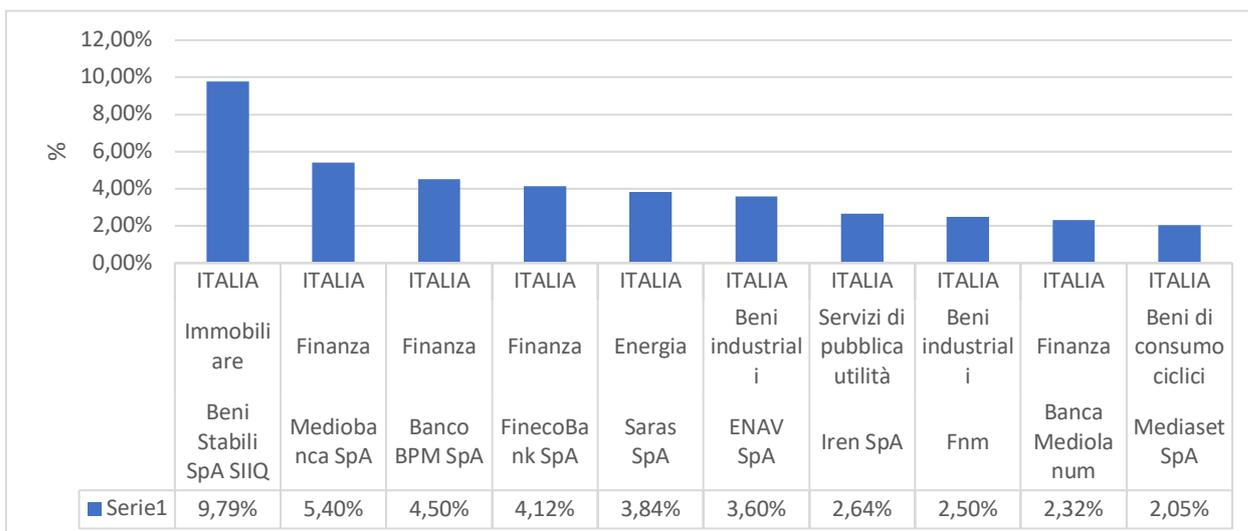
Amundi ETF FTSE Italia PIR (46,63% del portafoglio)

Figura 2.12



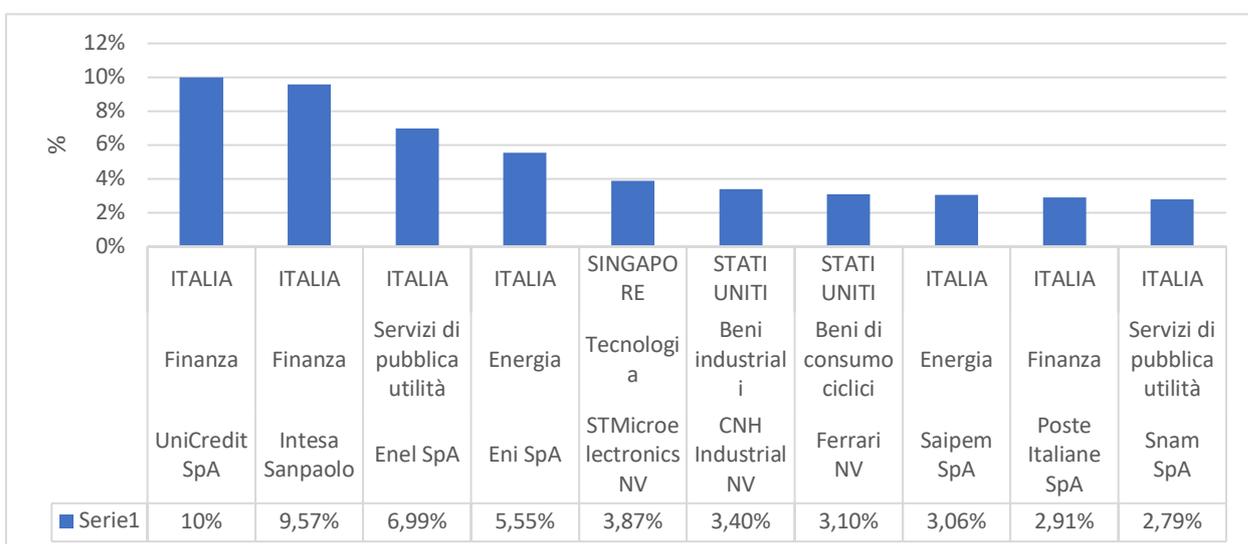
Anima Iniziativa Italia (40,75% del portafoglio)

Figura 2.13



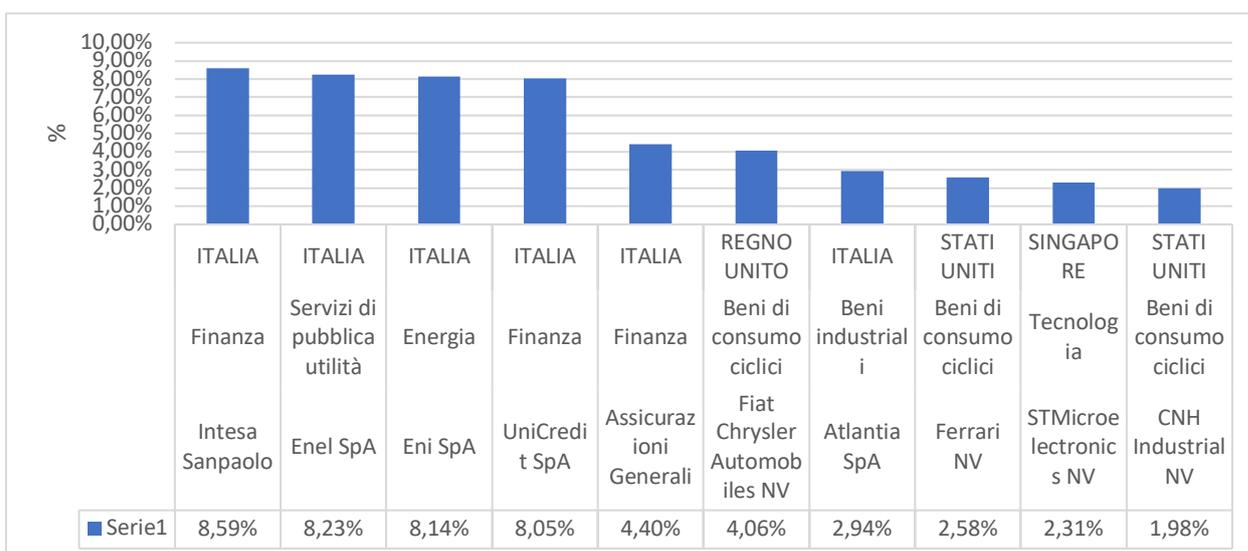
FF Italy Fund (51,26% del portafoglio)

Figura 2.14



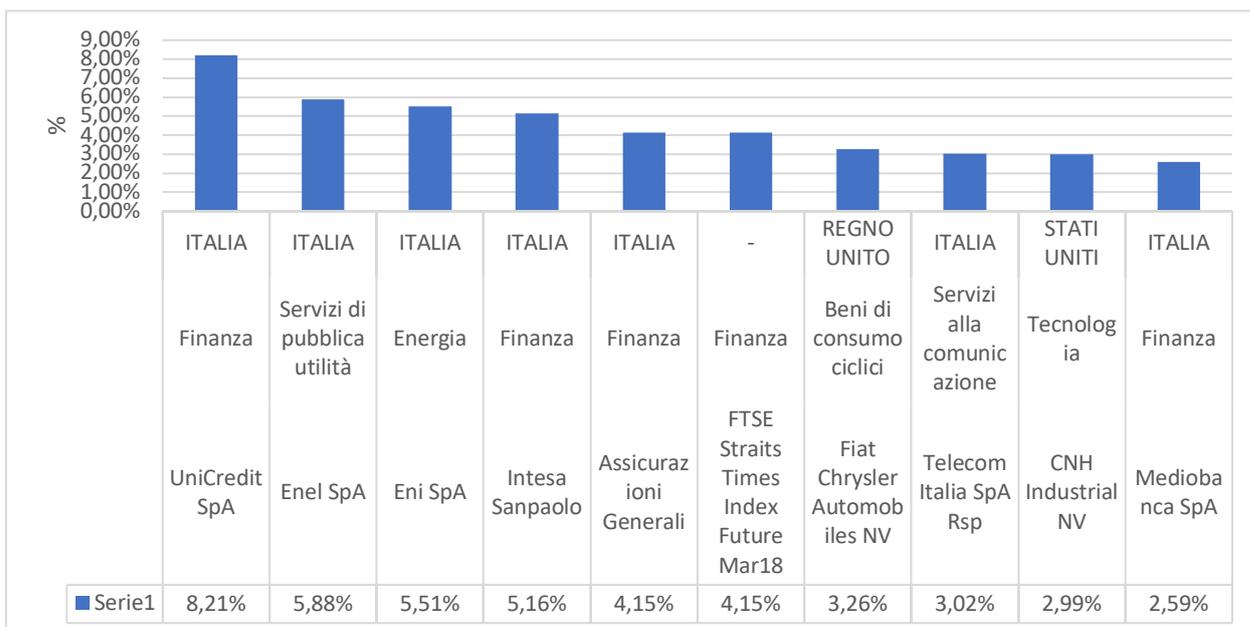
Lyxor Italia Equity PIR UCITS ETF (58,84% del portafoglio)

Figura 2.15



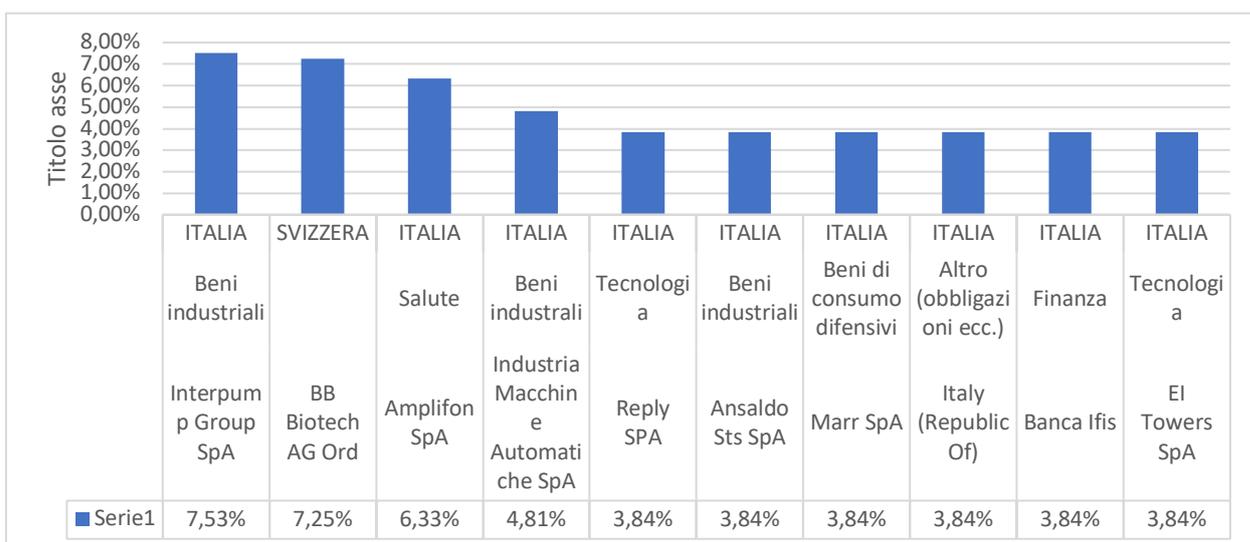
Allianz All Stars (44,92% del portafoglio)

Figura 2.16



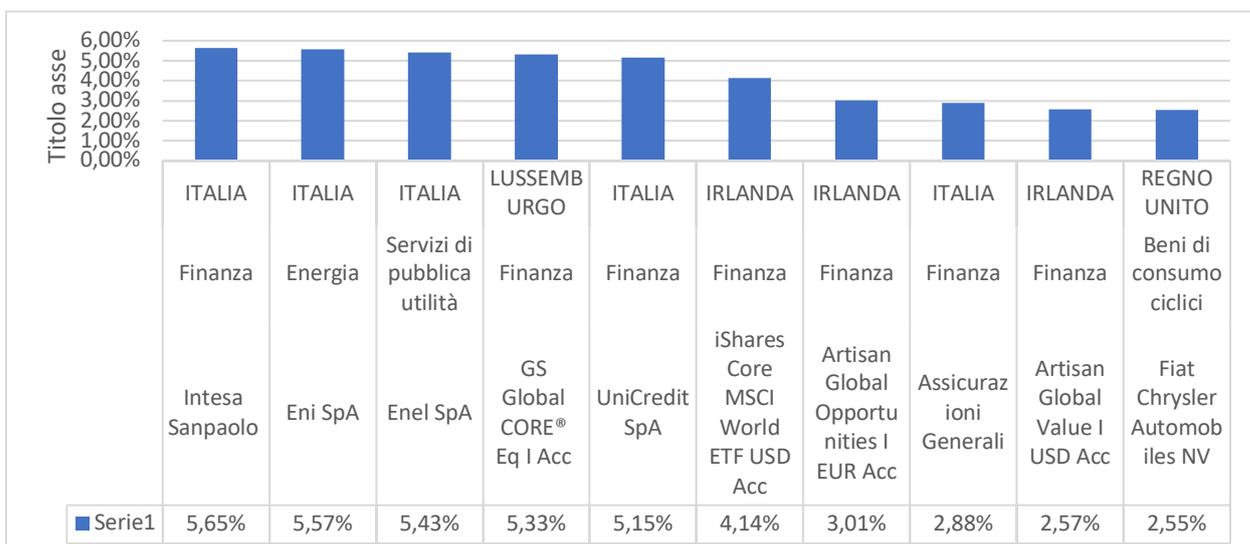
Symphonia Azionario Small Cap Italia (43,90% del portafoglio)

Figura 2.17



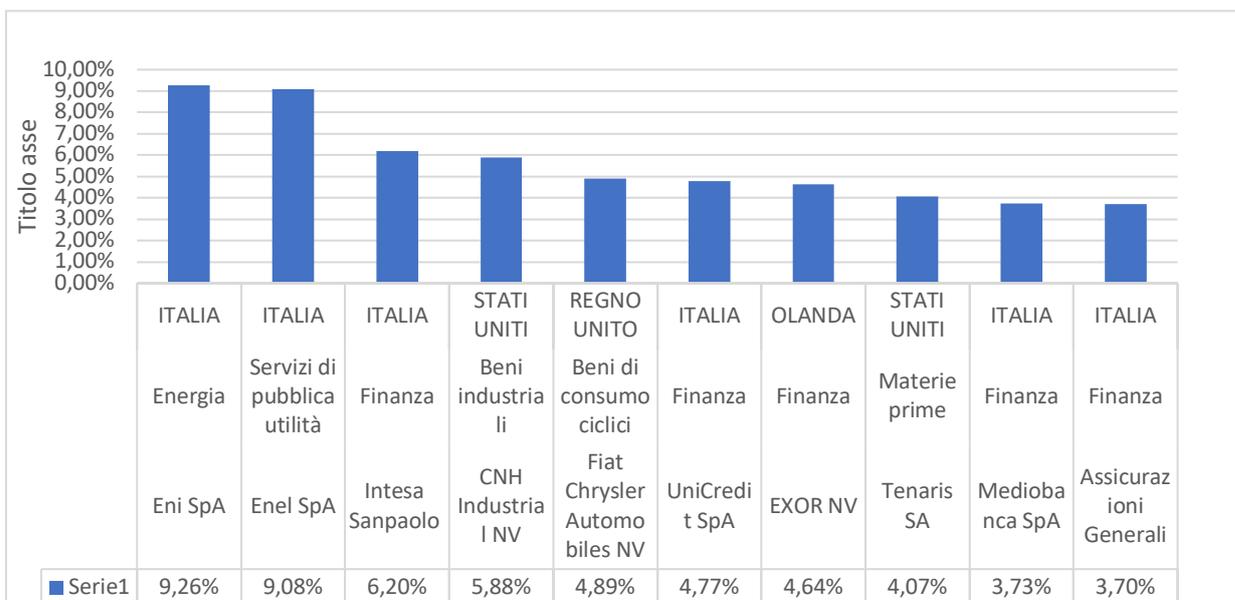
Euromobiliare PIR Italia Azionario (42,28% del portafoglio)

Figura 2.18



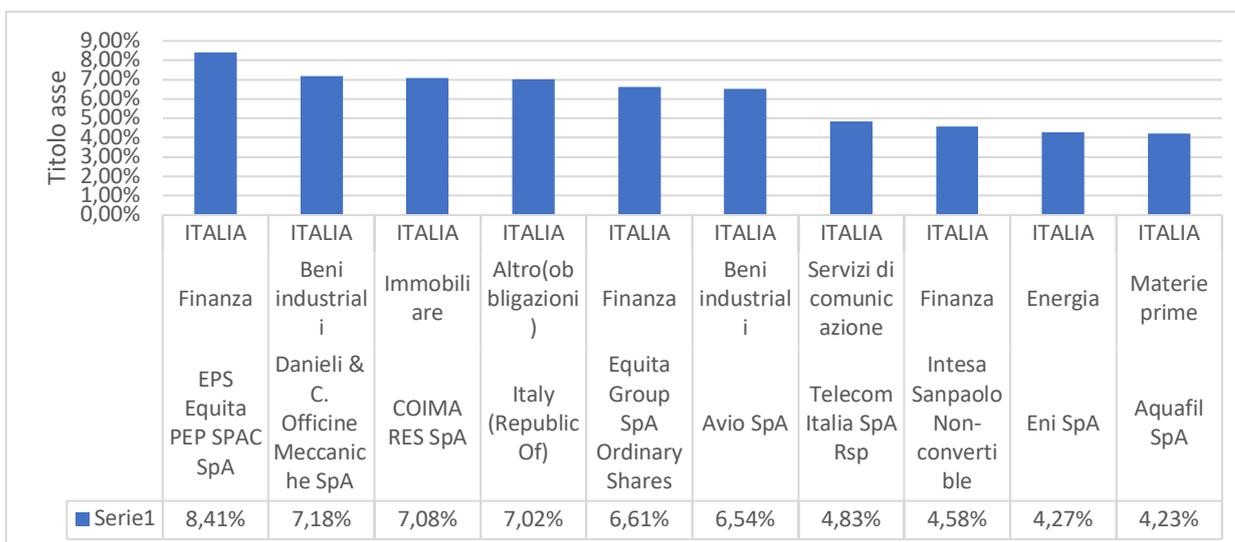
CS Lux Italia Equity Fund (56,23% del portafoglio)

Figura 2.19



Italian selection (60,75% del portafoglio)

Figura 2.20



Fonte dei grafici: elaborazioni dell'autore sulla base dei dati disponibili su Morningstar.it

Una prima considerazione che può essere fatta a partire dalla composizione dei titoli riguarda i Paesi e i continenti destinatari degli investimenti. Partendo dai dati a disposizione per questi 11 fondi, si può calcolare che il 92% del totale ricoperto dai primi 10 titoli è destinato ad aziende italiane. Questo dato conferma lo scopo dei PIR, che è quello di sostenere l'economia italiana veicolando le risorse verso l'Italia. Oltre all'Italia è possibile individuare anche gli altri Paesi destinatari, prendendo spunto dai dati offerti da Morningstar, che per ogni fondo evidenzia anche le prime 5 regioni per ogni fondo. Gli investimenti più corposi sono diretti per l'86% circa in Europa Occidentale-Area Euro. Anche questo dato è poco sorprendente se si pensa che in questo continente è inclusa l'Italia che è la principale destinataria dei PIR. Successivamente,

si trovano gli USA, con il 6,37%, il Regno Unito con il 4,20%, l'Europa Occidentale-Area non Euro con l'1,62% e l'Asia con l'1,5%.

Un discorso speculare è possibile farlo per i settori destinatari. Sempre partendo dai dati di Morningstar, che evidenzia anche i primi 5 settori per ogni fondo, e dai grafici riportati sopra, è possibile calcolare in che percentuale incidono i vari settori nei fondi presi in considerazione. Il settore in cui si investe di più è quello della finanza con il 31,11%. A seguire troviamo i beni industriali col 16,50%, i beni di consumo con il 12%, i servizi di pubblica utilità con il 10%, il settore dell'energia col 6,8%, il settore della tecnologia con il 2,7%, settore della salute con l'1,7%, produttori di materie prime con l'1,5% e, infine, i beni immobili e il settore della difesa con il 0,8%.

Un'ultima considerazione che può essere fatta avendo a riguardo la composizione dei PIR riguarda le aziende destinatarie degli investimenti. Si è sottolineato come il primo fine di questi prodotti sia quello di fornire finanziamenti e liquidità alle PMI, che costituiscono la realtà aziendale principale in Italia, in modo da permettere ad esse di effettuare investimenti e rilanciare l'economia del nostro Paese. Rimane, dunque, da considerare e analizzare se gli investimenti stanno effettivamente sostenendo tale porzione di mercato. Per svolgere questa analisi non verranno utilizzate le tabelle sopra riportate, in quanto troppo povere di informazioni e fuorvianti, ma saranno considerati i dati presentati da Assogestioni al Salone del Risparmio. In particolare, da tali dati emerge che “l'investimento medio dei PIR in azioni e obbligazioni di emittenti non appartenenti all'indice Ftse Mib si attesta al 43% del portafoglio - pari a 6,8 miliardi di euro - più del doppio del minimo imposto dalla normativa per godere dei benefici fiscali.”⁴⁶ Già da questo dato può essere compreso il successo di tali strumenti nell'indirizzare il risparmio verso le PMI. Il 21% obbligatorio da destinare ad imprese non quotate nel FTSE MIB viene più che raddoppiato. Inoltre, “il peso delle partecipazioni dei PIR sul flottante Mid Cap è dell'8%, per il segmento Small Cap del 6% e per l'AIM Italia del 10%: percentuali interessanti se si considera la giovane età di questi prodotti”.⁴⁷ Si può concludere, quindi, che nella composizione dei PIR, la quota di investimento rivolta a imprese di piccola e media dimensione sia stata rilevante e che “c'è un generale consenso sul fatto che i PIR siano uno strumento che, in questa sua prima fase, ha dato un'ottima prova di sé. L'impatto sul mercato azionario italiano, soprattutto sui suoi segmenti meno capitalizzati, è stato positivo”⁴⁸.

⁴⁶ Alessandro Rota, direttore Ufficio Studi Assogestioni, 11 Aprile 2018, Salone del Risparmio.

⁴⁷ Alessandro Rota, direttore Ufficio Studi Assogestioni, 11 Aprile 2018, Salone del Risparmio.

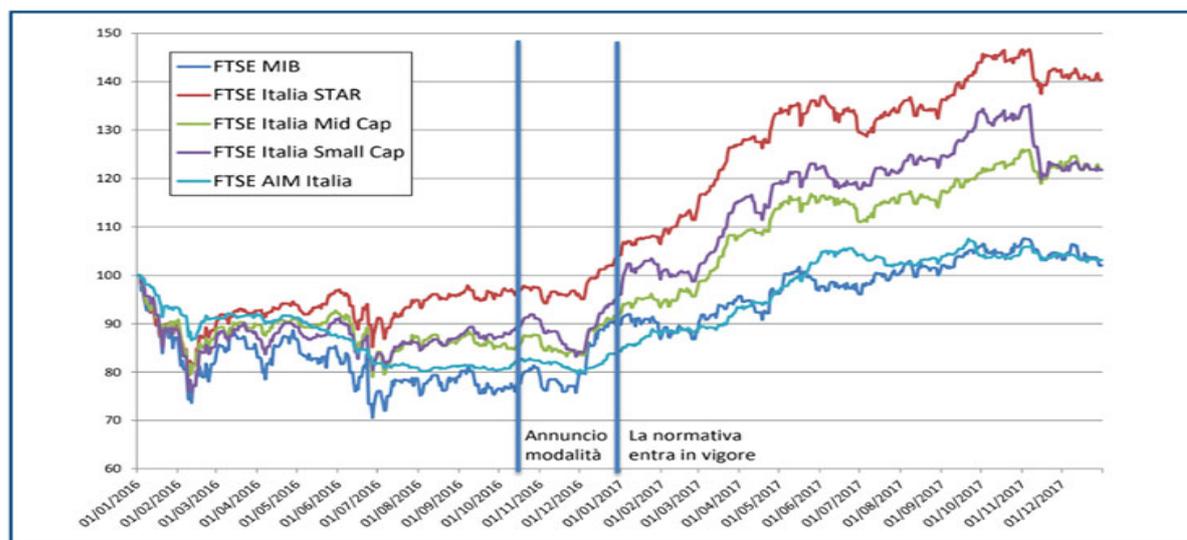
⁴⁸ Alessandro Rota, direttore Ufficio Studi Assogestioni, 11 Aprile 2018, Salone del Risparmio.

2.4 Effetti dei PIR sui mercati borsistici

L'ultima analisi che può essere compiuta per analizzare l'impatto dei PIR è svolta a livello di indici di Borsa. Tale analisi prenderà spunto da uno studio condotto da Intermonte SIM sugli effetti dei PIR nei mercati borsistici.

Come è stato sottolineato nel paragrafo 1.4, le stime riguardanti l'apporto di liquidità ai PIR sono state riviste di molto al rialzo e sono stati raccolti circa 11 miliardi in un anno. Questa consistente mobilitazione di denaro sicuramente ha provocato delle conseguenze a livello di listini borsistici. In particolare, oltre al FTSE MIB, è utile considerare i segmenti borsistici che si riferiscono alle piccole e medie imprese italiane. Verranno considerati, perciò, il FTSE Italia STAR, il FTSE Italia Mid Cap, il FTSE Italia Small Cap e il FTSE AIM Italia. L'indice STAR è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo. L'indice Mid Cap considera, invece, le prime 60 società per capitalizzazione che non appartengono al FTSE MIB. L'indice Small Cap è destinato alle imprese a bassa capitalizzazione. Infine, l'AIM Italia è dedicato alle piccole medie imprese ad alto potenziale di crescita: tale indice è dedicato alle imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese. Innanzitutto, è da sottolineare come la normativa, nonostante sia stata attuata dal primo gennaio 2017, è stata promulgata a fine ottobre 2016. Detto ciò, ci si aspetta una reazione dei mercati già a partire da questa data.

Figura 2.21



Fonte: Borsa Italiana, elaborazioni Politecnico di Milano

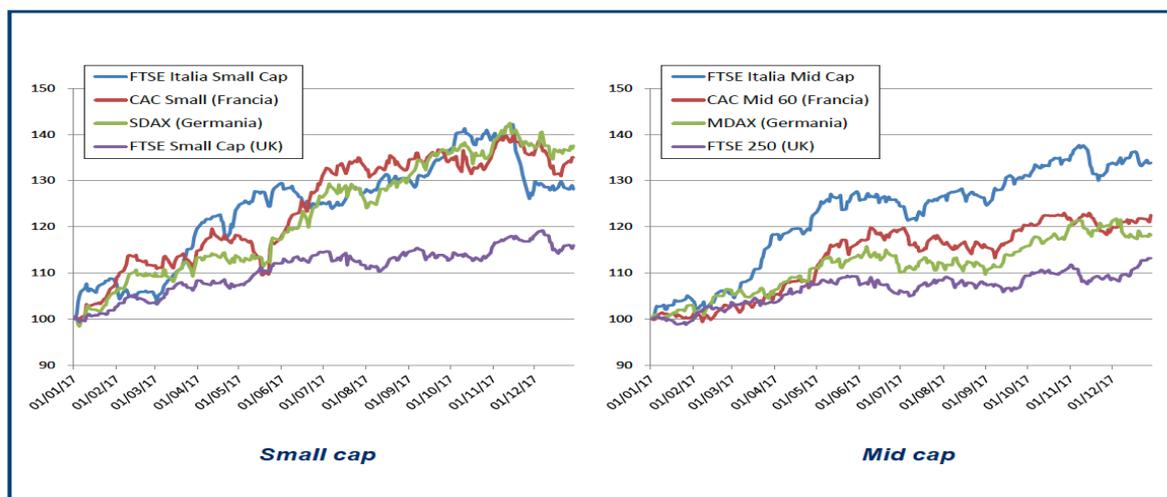
Tabella 2.3

Indice	1/1/2017-31/12/2017
FTSE MIB	+13,6%
FTSE Italia STAR	+34,7%
FTSE Italia Mid Cap	+32,3%
FTSE Italia Small Cap	+26,8%
FTSE AIM Italia	+22,4%

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati di Borsa Italiana

Il grafico e la tabella mostrano l'andamento e i rendimenti semplici degli indici menzionati. Come si può notare, l'introduzione dei PIR ha sicuramente determinato una buona performance complessiva degli indici. L'indice che ha performato meglio è stato lo STAR. Anche l'indice Mid Cap ha registrato un'ottima performance con un 32,3%. L'indice delle small cap ha registrato due cali: uno lieve a fine ottobre 2016 e l'altro brusco negli ultimi due mesi del 2017. Tuttavia, anche la performance di questo indice resta positiva. L'indice che sembra essere stato influenzato con meno vigore è quello dell'AIM Italia, che, infatti, a differenza degli altri, oltre a registrare il minor rendimento, ha registrato una performance di gran lunga inferiore rispetto agli altri se si prende come riferimento la data a partire da inizio ottobre 2016. Infatti, partendo da questa data gli altri tre indici hanno registrato performance superiori al 40%, mentre l'AIM Italia solo del 27%. Anche dal grafico si può notare come la curva del rendimento di questo indice sia quella meno inclinata fra i quattro indici delle PMI. Ad ogni modo nel 2017 ha registrato un rendimento del 22,4% superando di circa 10 punti percentuali il FTSE MIB. Un'ulteriore analisi può essere fatta confrontando gli andamenti di indici di nazioni diverse, per capire se questo rendimento è un'eccezione italiana oppure no. Dal grafico riportato in seguito si nota una performance molto simile per quanto riguarda le small cap, a parte il Regno Unito. L'overperformance, maturata a partire da marzo 2017, si nota invece in maniera evidente sulle mid cap. Sulla base di ciò, sembrerebbe esserci un effetto positivo dei PIR sulle mid cap italiane, mentre non si intravedono rapporti di causa-effetto sulle small cap.

Figura 2.22



Fonte: Facset, elaborazione Politecnico di Milano

Queste sono le conclusioni che possono essere fatte sull'impatto iniziale dei PIR sui listini di borsa. Tuttavia, come afferma Intermonte SIM, "non possiamo affermare se ci sia stato o meno un effetto PIR sui prezzi di Borsa. E' ben noto infatti che i titoli azionari mostrino nel lungo periodo rendimenti differenziati, in funzione delle loro caratteristiche. Detto in altre parole, con o senza PIR è lecito aspettarsi che indici azionari diversi mostrino performance diverse nel lungo termine."⁴⁹

⁴⁹ Intermonte SIM, "I Piani individuali di risparmio: gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano", marzo 2018.

Conclusione

Come è già stato sottolineato più volte, i PIR sono stati concepiti con un fine che prevarica tutti gli altri: sostenere e rilanciare l'economia italiana attraverso il sostenimento delle PMI. Sicuramente in questo primo anno di vita del prodotto non si può nascondere e non menzionare il dato relativo alla raccolta di risorse da parte dei fondi in primis. I dati parlano chiaro: nel primo anno sono stati raccolti ben 10,9 miliardi di euro, somma che è andata ben oltre le cifre stimate dal governo. Di certo, questo è un dato positivo. Infatti, il fine di reperire risorse da destinare alle imprese per i propri investimenti sembra essere stato più che soddisfatto per ora. Soprattutto, un dato così elevato testimonia un vero e proprio interesse da parte degli investitori in questo strumento.

Il bilancio positivo del primo anno, però, deve cercare di essere mantenuto e conservato. La raccolta così elevata, infatti, potrebbe essere non solo sintomo di un'elevata fiducia sul prodotto e sull'economia italiana da parte degli investitori, ma potrebbe trattarsi anche di un primo momento di 'euforia' da parte di molti risparmiatori poco istruiti, che provano a sfruttare un'occasione nuova e inesplorata. E, in particolar modo, i risultati positivi per esempio sui listini delle borse o di alcuni fondi hanno probabilmente spinto molte persone a investire sui PIR, senza nemmeno essere troppo informati. Uno dei rischi già menzionati nel paragrafo 1.4 riguarda proprio il rischio bolla. La bolla speculativa si forma spesso in seguito ad una nuova tecnologia o prodotto e ad una eccessiva fiducia nel potenziale che questa potrebbe generare. L'euforia che scaturisce da tutto ciò induce a investire in massa nel prodotto, generando una domanda elevata e, di conseguenza, un prezzo sempre più alto fino a che la bolla non scoppia. In particolare, nel nostro caso, il rischio riguarda non solo la copiosa domanda di PIR, ma è anche collegato al mercato ancora piccolo e poco sviluppato a cui sono destinati questi strumenti. Una prima considerazione da sottolineare, quindi, è quella di monitorare questo rischio sia dal punto di vista degli investitori, sia da quello delle SGR, che da quello delle imprese. I primi dovrebbero essere informati e istruiti dal punto di vista finanziario, conoscere a fondo il prodotto, saper valutare i rischi prima di investire e non seguire la massa o ricoprire le vesti di uno speculatore principiante che approfitta solo del momento positivo per sperare di poterci lucrare. I PIR, infatti, sono stati concepiti come investimento a lungo termine, come è evidenziato anche dalla normativa, che scoraggia il disinvestimento prima dei 5 anni causa la decadenza del beneficio fiscale. Tuttavia, con il semplice recupero a tassazione dei redditi prodotti non si disincentiva la speculazione, soprattutto se, grazie a questa, si riescono ad ottenere somme molto elevate. Gli investimenti a fini speculativi sicuramente sono proprio quelli che il governo dovrebbe scoraggiare perché le risorse che le imprese devono possedere devono essere durevoli. Queste ultime, soprattutto quelle medio-piccole, dovrebbero

incentivare e favorire questo processo di crescita dell'economia per mezzo dei PIR. Un primo passo è quello di diventare più managerializzate. Come è ben noto, la maggior parte delle PMI è a conduzione esclusivamente familiare e molte volte la stessa famiglia non è adeguatamente istruita. Circondarsi di manager ed esperti piuttosto che seguire solo gli istinti familiari è sicuramente un primo passo per rilanciare queste imprese. La presenza di figure professionali è di notevole aiuto anche sul fronte di investimento delle risorse reperite tramite i PIR. E' di fondamentale importanza che i soldi accumulati non vengano indirizzati in investimenti sbagliati e che ci sia una simmetria informativa fra tutte le parti coinvolte per evitare comportamenti opportunistici. Un secondo step potrebbe essere quello di quotarsi nei segmenti di borsa rispettivi, in modo da ampliare l'offerta di investimento per i risparmiatori, sviluppare i segmenti di borsa e diminuire così il rischio bolla collegato, come detto prima, ad una grande domanda su ancora troppe poche imprese. Inoltre, aumentando le imprese quotate, può essere alleggerito un altro rischio che riguarda i PIR, ossia quello riguardante la scarsa diversificazione, soprattutto in termini geografici. Il rischio sistematico collegato a ciò difficilmente potrà essere diminuito proprio perché, altrimenti, si danneggerebbe l'obiettivo di destinare risorse alle imprese italiane. Aumentando le imprese, però, si potrebbe diminuire il rischio specifico, che per ora, a causa delle poche imprese quotate, è connesso ad una scarsa diversificazione in termini di imprese e settori. Le SGR, infine, dovrebbero a loro volta valutare prima di tutto il cliente che si sta approcciando verso il prodotto, comprendere la sua preparazione finanziaria e a seconda di questa informarlo e renderlo consapevole di ciò in cui sta investendo. Le SGR non dovrebbero, inoltre, preoccuparsi solo di pubblicizzare il prodotto per fini di profitto personale ma dovrebbero essere tra i primi operatori che cercano di fare tutto il possibile affinché questi strumenti abbiano successo. La seconda considerazione da fare, infatti, è proprio questa. Dato che le SGR sono il canale principale attraverso il quale gli investitori si affacciano sui PIR, queste non possono permettersi di interrompere questo primo successo. Come è stato evidenziato nel paragrafo 2.2, le commissioni applicate ai fondi PIR compliant sono molto alte e talvolta finiscono per rendere sterile il beneficio fiscale, a meno di rendimenti molto elevati. Sicuramente, una conseguenza di costi molto alti potrebbe essere quella di svariati disinvestimenti e di una diminuzione della raccolta nel futuro. Gli obiettivi del governo e quelli degli intermediari dovrebbero essere allineati in modo da realizzare il fine cardine dei PIR. Invece, se i PIR rappresentano per gli intermediari solo un veicolo di guadagno e profitto a scapito del vero obiettivo, la raccolta presumibilmente si ridurrà proprio per la sconvenienza degli stessi.

I PIR rappresentano una possibilità di sblocco dell'economia italiana da una fase di stagnazione che ormai dura da troppo. Sicuramente, si tratta di una misura che, per come è stata concepita,

può portare ad un cambiamento positivo. E' importante, però che tutti gli operatori economici si muovano nella stessa direzione perseguendo non solo l'interesse personale ma anche quello generale ed evitare di ledere quest'ultimo approfittandone in modo egoistico.

Bigliografia

ANNA LAMBIASE, 2015, <i>‘La quotazione delle PMI su Aim Italia e gli investitori istituzionali nel capitale’</i> , Editore: Franco Angeli
Legge 11 dicembre 2016, n. 232, art.1, commi 100-114
Ministero dell’Economia e delle Finanze, 2017, <i>‘Linee guida per l’applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine’</i>
Maximilian Cellino, 4 gennaio 2018, <i>‘La spinta dei PIR vale oltre 10 miliardi’</i> , Sole 24 ore
IR TOP Consulting, 2018, <i>‘I fondi PIR detengono il 23% del flottante medio di AIM’</i>
Paola Valentini, 27 gennaio 2018, <i>‘Equita, raccolta nei PIR forte anche nel 2018’</i> , Milano Finanza
TUIR, art.4, comma 1
Morya Longo, 9 novembre 2018, <i>‘Investire in PIR: come fare, quando conviene e i possibili rischi’</i> , Sole 24 ore
Codice assicurazioni, Titolo I, Capo I, art.2
Intermonte SIM, Marzo 2018, <i>‘PIR: gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano’</i>
Alessandro Rota, 11 Aprile 2018, Salone del Risparmio

Sitografia

Assogestioni, 2017, <i>I piani individuali di risparmio</i> . Disponibile su www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,11479/allegato_tecnico_pir.pdf
Confcommercio, <i>Le piccole e medie imprese in Italia</i> . Disponibile su www.confcommercio.it/-/le-piccole-e-medie-imprese-in-italia
Assogestioni, 2017, <i>Mappa trimestrale del risparmio gestito</i> . Disponibile su http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,12316/mappa_2017_04_.pdf
Service-Public, 2017, <i>Plan d’épargne en actions</i> . Disponibile su https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F2385
GOV.UK, <i>Individual Savings Accounts</i> . Disponibile su https://www.gov.uk/individual-savings-accounts
Borsa Italiana, 2007, <i>Cosa sono i fondi comuni di investimento</i> . Disponibile su http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondiinvestimento.htm
Assogestioni, <i>Guida alla classificazione</i> . Disponibile su http://www.assogestioni.it/ass/library/78/guida-alla-classificazione-2003-.pdf
Borsa Italiana, <i>Glossario: fondo flessibile</i> . Disponibile su http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Fondo%20Flessibile
Borsa Italiana, <i>Formazione ETF</i> . Disponibile su http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm
Borsa Italiana, 2012, <i>La gestione patrimoniale</i> . Disponibile su http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/gestione-patrimoniale.htm
Intesa San Paolo, <i>Cos’è una gestione separata</i> . Disponibile su https://www.intesasanpaolovita.it/utile-per-te/gestione-separata-come-funziona

IVASS, *le polizze index e unit linked*. Disponibile su <https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/quaderni/1999/is5/isvg0005.pdf>

Borsa Italiana, *Legenda-Fondi comuni*. Disponibile su www.borsaitaliana.it/fondi/legenda.htm

Morningstar, *Rendimenti cumulati*. Disponibile su www.morningstar.it/it/glossary/101637/rendimenti-cumulati.aspx

Nomi, andamenti, composizioni, categorie e tutti gli altri dati dei fondi disponibili su www.morningstar.it e www.borsaitaliana.it