



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"PIR: UN NUOVO STRUMENTO PER INVESTIRE"**

**RELATORE:**  
**CH.MO PROF. ELENA SAPIENZA**

**LAUREANDO/A: CARISI FRANCESCA**

**MATRICOLA N. 1114691**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**



*Oggi non è che un giorno qualunque di tutti i giorni che verranno,  
ma ciò che farai in tutti i giorni che verranno  
dipende da quello che farai oggi.*

*Ernest Hemingway*

## ***INDICE***

<b>Introduzione</b>	5
<b>Capitolo 1. I PIR: struttura e caratteristiche</b>	
1. Premessa	6
1.1. I destinatari	7
1.2. Vincoli d'investimento	8
1.3. Modalità di costituzione	10
1.4. Le variazioni del PIR	10
1.5. Chiusura del PIR	11
<b>Capitolo 2. Gli effetti sul mercato borsistico azionario italiano</b>	
2. Premessa	12
2.1. PIR: l'universo investibile	13
2.2. Prima e dopo l'introduzione dei PIR: effetti su indici azionari e volume degli scambi	16
2.3. PIR: una fonte alternativa al canale bancario?	19
<b>Capitolo 3. Un confronto con l'estero</b>	
3. Premessa	21
3.1. Il caso francese	21
3.2. Il caso inglese	23
3.3. I tre casi a confronto	25
3.4. Al di fuori del contesto europeo: il caso di Stati Uniti e Giappone	26
<b>Conclusione</b>	28

## ***INTRODUZIONE***

Questa relazione ha l'obiettivo di fornire una panoramica generale circa i Piani Individuali di risparmio (PIR). I PIR vengono introdotti con la Legge di Bilancio per il 2017 con l'obiettivo di indirizzare il risparmio verso le Piccole Medie Imprese (PMI) italiane rappresentando per queste una forma di finanziamento alternativa al canale bancario. Lo scopo del legislatore è facilitare e sostenere la crescita del sistema imprenditoriale italiano favorendo gli investimenti nell'economia reale. Questi strumenti rappresentano una nuova forma di risparmio fiscalmente incentivato in quanto l'investimento nei PIR consente l'esenzione da tassazione dei redditi prodotti. Tale agevolazione si produce nel momento in cui vengono rispettati alcuni prefissati vincoli enunciati ai commi 101, 102, 103, 105, 106 della legge 11 dicembre 2016 n. 232. I PIR possono essere sottoscritti da persone fisiche, maggiorenni e non, residenti nel territorio dello Stato purché ciascun soggetto non sia titolare di più di un PIR contemporaneamente. La normativa stabilisce un tetto massimo investibile: 30.000 euro all'anno per un totale di 150.000 euro in cinque anni, mentre non è previsto un investimento minimo. Affinché si produca l'agevolazione fiscale è necessario rispettare un periodo minimo di detenzione fissato in cinque anni. Inoltre, è fondamentale il rispetto del vincolo di composizione il quale prevede che dell'almeno 70 per cento del valore complessivo destinato a strumenti qualificati, una quota minima del 30 per cento, per un totale del 21 per cento del valore complessivo, venga investita in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri. Strumenti simili sono presenti già da tempo all'interno del contesto internazionale, sia europeo che non.

Al fine di fornire una presentazione chiara e generale dei Piani Individuali di Risparmio la presente relazione è suddivisa in tre capitoli. Il primo capitolo andrà a definire cosa sono i PIR e l'obiettivo per cui sono stati introdotti. In particolare, verranno trattate la struttura e le caratteristiche dei Piani ponendo attenzione a quanto la normativa afferma a riguardo. Il secondo capitolo illustrerà le principali differenze all'interno del mercato borsistico azionario italiano prima e dopo l'introduzione dei PIR. Inoltre, un riferimento particolare verrà fatto con riguardo all'universo investibile. Il terzo ed ultimo capitolo andrà ad esporre il caso di strumenti simili ai PIR italiani presenti al di fuori del contesto nazionale. Attenzione sarà posta nei confronti del caso inglese e francese, per quanto riguarda il territorio europeo, e per gli strumenti attivi negli Stati Uniti e in Giappone per quanto concerne il contesto extra europeo.

## ***I PIR: STRUTTURA E CARATTERISTICHE***

### **1. Premessa**

Con la Legge di Bilancio per il 2017 (Legge 11 dicembre 2016 n. 232) vengono introdotti, per la prima volta in Italia, i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Questi strumenti rappresentano un investimento il cui obiettivo è quello di veicolare il risparmio verso le piccole medie imprese italiane, rappresentando per queste una forma alternativa di finanziamento. A riguardo la relazione illustrativa della Legge di Bilancio 2017 (Volume I, p.116) sostiene che *“l’intervento normativo nasce dall’esigenza di prevedere un significativo incentivo fiscale finalizzato a canalizzare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi in modo stabile e duraturo, facilitando la crescita del sistema imprenditoriale italiano.”* Dall’altro lato i PIR offrono a chi vi investe un’esonazione fiscale pari al 100 per cento sui redditi da capitale e redditi diversi. Infatti, i Piani Individuali di Risparmio, come definito dalle linee guida pubblicate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, si indentificano come l’investimento che fruisce dell’agevolazione fiscale, ovvero l’insieme di strumenti finanziari e liquidità che generano rendimenti esenti. I benefici fiscali consistono nell’esonazione da ogni forma di tassazione degli eventuali redditi di natura finanziaria derivanti dai rendimenti maturati e dalle plusvalenze realizzate per effetto degli investimenti che compongono i PIR. Affinché tale agevolazione si produca è necessario rispettare un periodo minimo di detenzione (holding period) di 5 anni. Da ciò si evince l’obiettivo di indirizzare il risparmio delle famiglie italiane verso gli strumenti finanziari di imprese, in particolar modo italiane o europee, per cui l’accesso alle fonti, mediante il canale bancario, per il soddisfacimento dei propri bisogni finanziari risulta insufficiente. In pratica, i PIR sono contenitori giuridici che possono assumere varie forme e contenere diversi prodotti finanziari purché vengano rispettate, nella composizione dei portafogli, le limitazioni previste dalla legge. I PIR possono essere sottoscritti da persone fisiche, maggiorenni e non, residenti nel territorio dello Stato purché ciascun soggetto non sia titolare di più di un PIR contemporaneamente.

La normativa stabilisce un tetto massimo investibile: 30.000 euro all’anno per un totale di 150.000 euro in cinque anni, mentre non è previsto un investimento minimo. Nel corso del presente capitolo verranno illustrate meglio in dettaglio le caratteristiche dei PIR tra cui, ad esempio, il limite di composizione e le modalità di costituzione di un Piano.

## 1.1. I destinatari

La sottoscrizione dei PIR è riservata alle persone fisiche residenti nel territorio dello Stato, tale presupposto deve sussistere al momento della sottoscrizione del piano pena la chiusura dello stesso. Nel caso di trasferimento della residenza fiscale all'estero da parte del titolare del piano questa produce la mancanza di uno dei requisiti previsti per l'agevolazione e verrà quindi applicato il regime fiscale proprio dei soggetti non residenti.

La Circolare n. 3/E dell'Agenzia delle Entrate ha inoltre chiarito che il requisito della residenza deve sussistere almeno fino al completamento dell'holding period, che consiste in 5 anni dal momento dell'acquisto o di sottoscrizione del piano. A tal fine spetta dunque al titolare del piano certificare all'intermediario, presso cui è stato aperto lo stesso, di essere fiscalmente residente in Italia.

È importante sottolineare come la legge non stabilisca un limite minimo d'età delle persone fisiche, di conseguenza anche un minore può essere titolare di un PIR, in questo caso però i redditi del minore sono imputati ai genitori titolari dell'usufrutto, così come stabilito dall'articolo 4 del TUIR, e saranno questi che dovranno rispondere al principio di unicità sancito dal comma 12. Con tale principio si afferma che ciascuna persona fisica *“non può essere titolare di più di un PIR e ciascun PIR non può avere più di un titolare”*. L'unicità deve però sussistere non con riferimento a tutta la vita dell'investitore, ma nell'unità di tempo: è quindi possibile essere titolari di più PIR non contemporanei nell'arco di una vita. Con riguardo a ciò spetta al titolare del piano presentare un'autocertificazione con la quale dichiara di non essere titolare di un altro piano di risparmio a lungo termine; nel caso del minore è l'usufruttuario, a cui è imputato il reddito finanziario, quindi il genitore, che non deve essere contemporaneamente titolare di un altro PIR. Diversa è invece la questione nel caso in cui i redditi dei minori non siano soggetti ad usufrutto: in questa seconda ipotesi infatti sarà il soggetto delegato ad operare per conto del minore, ma, tale soggetto potrà anche essere intestatario di un proprio PIR senza perciò violare il principio di unicità.

Inoltre, con riferimento al comma 88 della legge 11 dicembre 2016 n. 232, viene stabilito che gli enti di previdenza obbligatoria e le forme di previdenza complementare *“possano destinare somme, fino al 5 per cento dell'attivo patrimoniale risultante dal rendiconto dell'esercizio precedente, [...] ai piani di risparmio a lungo termine di cui al comma 100 del presente articolo”*.

## 1.2. Vincoli di investimento

I commi 101,102,103,105, 106 stabiliscono le condizioni di investimento delle risorse conferite nel piano. Le principali restrizioni alle quali il sottoscrittore del piano deve attenersi sono le seguenti:

- Limite di composizione: almeno il 70 per cento delle somme o valori destinati al piano deve essere costituito da investimenti qualificati, mentre il restante 30 per cento può essere formato da investimenti non qualificati. L’Agenzia delle Entrate definisce gli investimenti qualificati come “*strumenti finanziari, anche non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione emessi o stipulati con imprese residenti nel territorio dello Stato o in Stati membri UE o SEE*”. Per quanto riguarda gli strumenti derivati questi, per la loro tipologia di contratto, più rivolta a ridurre il rischio e ad aumentare il guadagno piuttosto che ad incrementare le risorse dell’impresa oggetto dell’investimento, non appare possibile classificarli fra gli investimenti qualificati. Con riferimento al 70 per cento dei valori destinati ad investimenti qualificati, almeno il 30 per cento deve essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell’indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri; può, ad esempio, essere investito in strumenti di società quotate all’interno dell’AIM Italia (mercato di Borsa Italiana per le piccole e medie imprese italiane). Queste percentuali di investimento devono essere rispettate per un periodo di almeno due terzi dell’anno solare di durata del piano, ovvero, si considera il periodo tra la data di apertura del PIR e la fine dell’anno. Tale limite è stato istituito con la finalità di indirizzare in modo certo almeno una parte del valore totale del PIR (il 21 per cento) verso quelle società che hanno maggiori difficoltà di approvvigionamento di risorse finanziarie.
- Limite di concentrazione: il comma 103, per ovviare al problema dell’eccessiva concentrazione dell’investimento e quindi al maggiore rischio ad esso connesso, sancisce che non più del 10 per cento del totale delle somme complessivamente investite può far riferimento a strumenti finanziari emessi o stipulati con il medesimo soggetto. Tale limite fa riferimento sia agli investimenti qualificati che a quelli non qualificati: ad esempio, se in un PIR sono investite somme per un totale di 50.000 euro il limite di concentrazione da rispettare sarà di 5.000 euro, ovvero il 10 per cento del valore complessivo. Anche in questo caso il limite va rispettato per almeno i due terzi dell’anno.
- Limite alla liquidità: sempre il comma 103 prevede un tetto massimo delle somme investite che può essere detenuto in depositi, in conti correnti, bancari e postali; tale

tetto fa riferimento al 10 per cento del valore complessivo del piano: questo limite risponde alla volontà del legislatore di creare un investimento che non rimanga liquido ma che sia stabile e a favore delle imprese.

- Divieto di investimento in Paesi non collaborativi: stabilito dal comma 105 prevede che le somme o i valori destinati nel piano non possano essere investiti in strumenti emessi o stipulati da soggetti residenti in territori che non consentano un adeguato scambio di informazioni, è quindi necessario fare riferimento ai Paesi indicati all'interno della cd. "white list".
- Limite all'entità delle somme e valori (cd. plafond): il comma 101 prevede che l'importo totale investito non possa superare l'ammontare di 150.000 euro con un limite di 30.000 euro per ogni anno solare. Va però sottolineato che non vi è un limite minimo di importo da destinare al piano e nemmeno un arco temporale prefissato per il raggiungimento del tetto massimo complessivo. Inoltre, è consentito effettuare l'investimento in momenti diversi dell'anno purché entro il limite sopra citato. Con riferimento ai redditi derivanti dagli investimenti inseriti nel PIR e percepiti, questi non devono essere necessariamente reinvestiti nel PIR, ma nel caso in cui lo fossero, vengono considerati come nuovi investimenti e di conseguenza rilevano ai fini del rispetto del plafond; stessa conseguenza vi è nel caso in cui tali redditi rimangano all'interno del PIR aumentandone il valore.
- Requisito temporale: il comma 106 stabilisce che *"gli strumenti finanziari in cui è investito il piano devono essere detenuti per almeno cinque anni"*: tale periodo è compreso tra la data di acquisto o sottoscrizione e quella di cessione o rimborso dello strumento finanziario, dove il momento di effettuazione dell'acquisto coincide con quello di versamento delle somme. Per quanto concerne la verifica del rispetto di tale limitazione il comma 110 dispone che in caso *"di strumenti finanziari appartenenti alla medesima categoria omogenea, si considerano ceduti per primi i titoli acquistati per primi"*. Si fa quindi riferimento al metodo contabile FIFO (First In First Out). Nel caso in cui il requisito temporale non venga rispettato vi sarà la perdita del beneficio fiscale e i redditi realizzati saranno quindi sottoposti ad ordinaria imposizione. Tale vincolo però non riguarda la liquidità detenuta in conti correnti, sempre nel rispetto del limite del 10 per cento.

### **1.3. Modalità di costituzione**

Sia la Circolare dell’Agenzia delle Entrate, sia le Linee Guida del MEF, indicano le modalità attraverso cui un Piano può essere costituito:

- Rapporto di amministrazione fiduciaria o custodia;
- Rapporto di gestione del portafoglio;
- Altro stabile rapporto: ad esempio depositi virtuali o rubrica fondi, con un intermediario abilitato;
- Stipula di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione che rispetti i requisiti richiesti.

Il comma 101 prevede che la costituzione del PIR avvenga mediante operatori professionali ovvero: intermediari residenti e stabili organizzazioni di intermediari esteri, imprese di assicurazioni residenti nel territorio dello Stato, imprese di assicurazioni non residenti nel territorio dello Stato ma che operano in quest’ultimo tramite un’organizzazione stabile o in regime di libera prestazione di servizi.

### **1.4. Le variazioni del PIR**

Il PIR si caratterizza per essere uno strumento dinamico e flessibile permettendo quindi variazioni quantitative e qualitative alla sua composizione.

Con riferimento alle variazioni qualitative il comma 106 dell’art.1 della legge di bilancio per il 2017 prevede che in caso di rimborso anticipato, ovvero prima del periodo minimo di detenzione, il titolare del piano possa comunque fruire dell’esonero purché rispetti l’obbligo di reinvestire il controvalore ottenuto con il rimborso entro 90 giorni dalla data in cui lo stesso rimborso è avvenuto; in questo modo, ai fini del computo del periodo di detenzione minimo, il periodo di possesso dello strumento rimborsato si somma a quello dello strumento acquistato. In particolare, se lo strumento finanziario rimborsato è qualificato, allora, affinché vi sia continuità, è necessario reinvestire in uno strumento qualificato; al contrario, invece, il titolare può scegliere liberamente fra uno strumento qualificato e uno non. Con questo comma il legislatore introduce una deroga a quello che è il requisito temporale andando incontro a quelle che sono le esigenze del risparmiatore, in quanto in questo modo i redditi percepiti al momento del rimborso non sono soggetti a tassazione, questo perché vi è comunque una continuità dell’investimento. Va chiarito che il reinvestimento effettuato non rileva per il rispetto del limite annuale di 30.000 euro e di quello totale di 150.000 euro, quindi, se al momento del rimborso è già stato raggiunto il tetto massimo il controvalore rimborsato deve comunque essere reinvestito.

Se invece la dismissione avviene tramite cessione bisogna distinguere due casi: se il requisito temporale minimo è stato superato allora la cessione non comporta conseguenze fiscali, nel caso contrario invece i redditi percepiti medio tempore e quelli realizzati a seguito della cessione sono soggetti ad ordinaria imposizione. Vi è però la possibilità di reinvestire il corrispettivo di cessione entro 90 giorni dalla cessione stessa, in questa ipotesi vale lo stesso meccanismo del reinvestimento in caso di rimborso enunciato nella prima parte di questo paragrafo. Con riferimento alle variazioni quantitative nella composizione del PIR, il MEF nelle Linee Guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine (p. 11) afferma che *“in caso di prelievo della liquidità o di trasferimento degli strumenti finanziari ad altro rapporto, [...], il valore del PIR si riduce di un ammontare corrispondente alle somme prelevate o al costo d'acquisto degli strumenti trasferiti.”* Ad esempio, se nel primo anno si investono 10.000 euro e alla fine di tale anno se ne prelevano 1.000, si può destinare nello stesso anno una somma pari o inferiore a 21.000 euro, tale somma può essere destinata anche ad anni successivi purché non si superi mai il limite annuo di 30.000 euro.

### **1.5. Chiusura del PIR**

Il legislatore ha previsto una durata minima di detenzione del PIR ma non ha invece stabilito una durata massima che può quindi ricoprire l'intera vita del titolare. Tuttavia, ha espressamente stabilito quali sono le cause che possono comportarne la chiusura e, come detto in precedenza, tra queste vi rientra la perdita della residenza fiscale all'interno del territorio dello Stato italiano. Nella maggior parte dei casi la chiusura del PIR non comporta la perdita dell'agevolazione purché l'investimento in oggetto abbia superato il requisito temporale stabilito dalla normativa, nel caso in cui ciò non avvenga opera l'ordinaria tassazione. Nell'ipotesi in cui le condizioni previste dal legislatore ai commi 102, 103 e 104, tra cui il vincolo di composizione e di concentrazione, non vengano rispettate vi è la decadenza dal regime di agevolazione.

## GLI EFFETTI SUL MERCATO BORSISTICO AZIONARIO ITALIANO

### 2. Premessa

Prima di andare ad analizzare quella che è stata l'evoluzione dei PIR nel corso del primo anno dalla loro introduzione è importante focalizzare l'attenzione sulla loro conoscenza da parte degli investitori: secondo quanto riportato dalla ricerca "Gfk sul risparmio delle famiglie italiane" condotta dall' "Osservatorio Anima"(2017) a marzo 2017 solo il 22 per cento degli investitori, ovvero dei possessori di prodotti d'investimento, affermava di averne sentito parlare, mentre a dicembre dello stesso anno, quindi esattamente nove mesi dopo, questo dato era aumentato fino ad arrivare al 39 per cento (Figura 1). Lo stesso accade se si guarda la percentuale di coloro che sarebbero disposti ad investire nei PIR, quindi favorevoli ad impegnare una parte dei propri risparmi per cinque anni al fine di ottenere un vantaggio fiscale: la percentuale passava dal 39 al 46 per cento degli investitori (Figura 2).

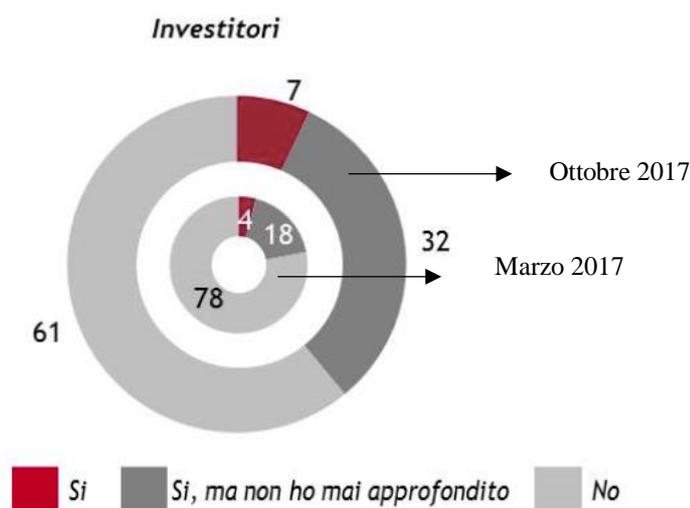


Figura 1. Conoscenza dei PIR nel 2017. Fonte: Osservatorio Anima-Gfk - ottobre 2017

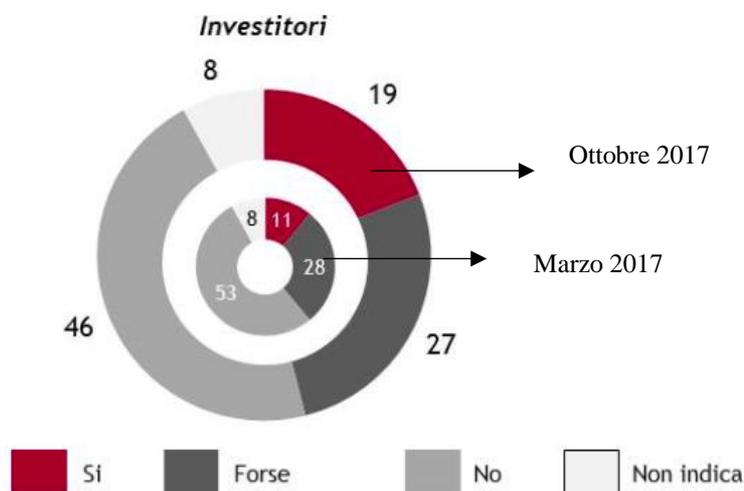


Figura 2. Percentuale di persone favorevoli ad investire nei PIR nel 2017. Fonte: Osservatorio Anima-Gfk - ottobre 2017

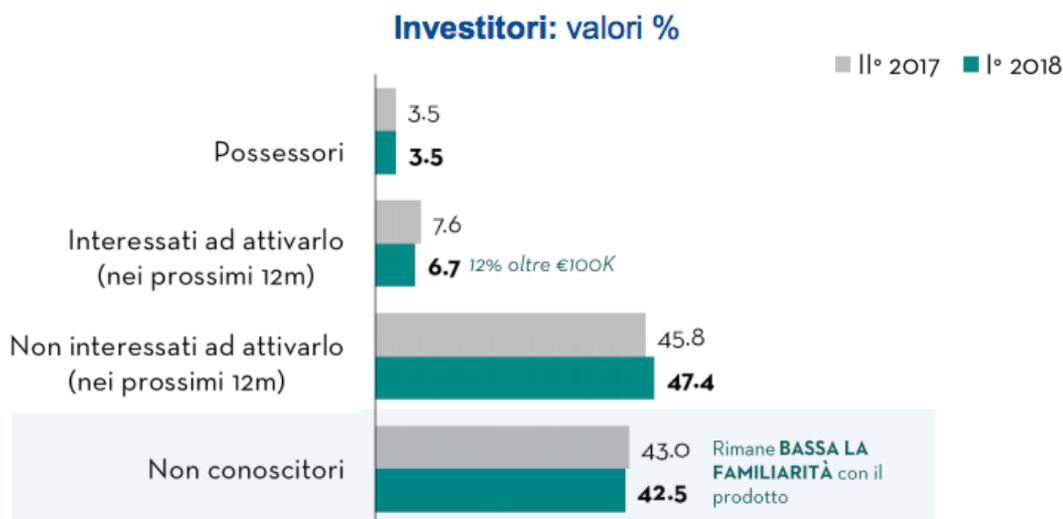


Figura 3. Conoscenza dei PIR nel 2018. Fonte: Prometeia – PIR: La finanza alternativa alla ricerca delle PMI (2018).

Inoltre, secondo quanto riportato dalla ricerca “PIR: La finanza alternativa alla ricerca delle PMI” (2018) condotta da “Prometeia” tra i possessori di prodotti d’investimento, da luglio a dicembre 2017, il 57 per cento conosceva i piani individuali di risparmio, percentuale che aumenta, anche se di poco, nel primo semestre del 2018 e raggiunge quota 57.5 per cento. Squarzoni e Zicchino (2018) concludono affermando che la familiarità con il prodotto rimane bassa, così come la quota di investitori che fra i loro prodotti detengono anche un PIR. Infatti, tale quota rimane stabile nel corso del secondo semestre del 2017 e nel primo semestre del 2018 al 3.5 per cento.

## 2.1. PIR: l’universo investibile

Nel capitolo precedente sono stati illustrati quelli che sono i vincoli per l’investimento in PIR e fra questi va sicuramente ricordato il limite di composizione il quale prevede che dell’almeno 70 per cento del valore complessivo destinato a strumenti qualificati, una quota minima del 30 per cento, per un totale del 21 per cento del valore complessivo, venga investita in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell’indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri (ad esempio è possibile investire in strumenti di società quotate all’interno dell’AIM Italia, Ftse Italia Mid Cap e Small Cap).

Per rispettare il vincolo di composizione è necessario dunque andare ad investire nelle piccole e medie imprese. Nel dettaglio, secondo la classificazione fornita dalla Commissione Europea, le medie e piccole imprese si caratterizzano per avere meno di 50 addetti e un fatturato inferiore a 10 milioni di euro, mentre le micro imprese hanno meno di 10 addetti e un fatturato che non

supera i 2 milioni di euro: è questo l'universo da cui attingere per andare a rispettare il vincolo di composizione.

È importante notare come il territorio italiano sia caratterizzato da una presenza capillare di questa tipologia di imprese, infatti, 136.114 società soddisfano i requisiti di PMI (Piccola Media Impresa), tra le quali 112.378 aziende rientrano nelle piccole imprese e 23.736 nelle medie imprese. Le PMI hanno inoltre generato ricavi pari a 852 miliardi di euro e un valore aggiunto pari al 12 per cento del Pil.<sup>1</sup> È quindi evidente come nell'introdurre questo vincolo l'intento del legislatore fosse quello di far convergere verso questa tipologia di impresa, distintiva della composizione della rete imprenditoriale nazionale, una parte delle risorse finanziarie raccolte. È importante sottolineare come non tutte le PMI italiane possano essere oggetto di investimento PIR, le piccole e micro imprese dovranno infatti continuare a finanziarsi tramite il canale bancario, bisogna quindi fare riferimento all'indice Star composto da 70 società, all'indice Mid Cap e quello Small Cap, per un totale di 192 società, e infine, alle 76 società quotate all'Aim Italia<sup>2</sup>.

Il rispetto del vincolo di composizione, che impone di destinare il 21 per cento delle somme in titoli di società quotate in mercati diversi rispetto al FTSE MIB o in indici equivalenti di mercati regolamentati esteri, ha anche la funzione di tutelare l'investitore rispetto al rischio di questi investimenti. Infatti, dalla ricerca condotta da "Intermonte Advisory e Gestione" (2017) in cui vengono poste a confronto le performance dei diversi indici di mid-small caps rispetto ai principali indici di large caps italiani emerge come le mid-small caps italiane siano state un ottimo investimento negli ultimi 1, 3 e 5 anni; in particolare, si caratterizzano per una volatilità più bassa rispetto agli indici a larga capitalizzazione. Un caso a parte è l'AIM che offre una performance negativa (Figura 4).

---

<sup>1</sup> Rapporto Cerved Pmi 2017 (dati relativi al 2016).

<sup>2</sup> Borsa Italiana spa.

Indici	Perf 1A	Perf 2A	Perf 3A	Perf 5A	Volatilità 1 anno	Volatilità 3 anni
<b>Indici small caps</b>						
Italy All Stars - Index Price Level	19.7%	44.5%	56.9%	191.4%	17.9%	17.5%
Ftse Italia Mid Cap - Index Price Level	4.1%	29.8%	20.7%	86.5%	19.6%	18.2%
Ftse Italia Small Cap - Index Price Level	11.2%	21.0%	10.7%	41.8%	19.2%	17.4%
FTSE AIM Italia	-9.5%	-21.2%	-31.4%		8.8%	8.7%
<b>Indici principali</b>						
Ftse Italia All-Share - Index Price Level	0.9%	3.4%	-0.7%	30.9%	28.5%	25.2%
FTSE MIB - Price	0.5%	0.2%	-3.4%	26.3%	30.3%	26.6%

Figura 4. Indici italiani - performance e confronto tra large e mid small caps. Fonte: Intermonte Advisory e Gestione.

Per capire meglio, attraverso un approccio quantitativo, quali sono i rischi e le opportunità che si pongono agli investitori “Intermonte Advisory e Gestione” ha individuato 249 società che rientrano nell’universo investibile PIR, escludendo quindi quelle FTSE MIB, e 74 società dell’AIM, procedendo poi a dividerle in 4 gruppi uguali classificati per capitalizzazione e/o liquidità media giornaliera a un mese. Con riferimento ai dati da inizio anno al 26 maggio 2017 emerge che il mercato ha favorito le mid-small caps di maggiori dimensioni e più liquide (Figura 5).

<b>Performance % YTD al 26-mag</b>	
1° Quartile	<b>27,6</b>
2° Quartile	20,5
3° Quartile	23,7
4° Quartile	14,6

Figura 5. Performance delle mid-small caps italiane classificate per quartili in base alla capitalizzazione da inizio anno fino al 26 maggio 2017. Fonte: Intermonte Advisory e Gestione.

Se invece la stessa analisi, condotta attraverso le medesime modalità e criteri, viene effettuata a settembre 2017 prendendo però in considerazione le performance a 3 e 6 mesi i risultati mostrano una inversione del trend: infatti, le performance migliori non si collocano più all’interno del primo quartile ma nel secondo e nel terzo, quindi verso società con un livello di liquidità inferiore (Figura 6).

	Performance %	
	3 Mesi	6 Mesi
1° Quartile	8,4	16,3
2° Quartile	9,3	20,0
3° Quartile	7,7	27,4
4° Quartile	5,2	17,9

Figura 6. Performance mid-small caps italiane classificate per quartili in base alla capitalizzazione a 3 e 6 mesi. Fonte: Intermonte Advisory e Gestione.

Manetti et al. (2017) concludono affermando che nel primo trimestre vi è stato un momento di “euforia” guidata dai titoli a maggiore liquidità e capitalizzazione, in seguito però, con il passare dei mesi, questo andamento si è modificato portando a privilegiare i titoli a minore liquidità e capitalizzazione, premiando quindi una strategia di investimento più selettiva in cui prevalgono le attività sottostimate dal mercato e quindi con un maggiore potenziale di crescita.

## 2.2. Prima e dopo l'introduzione dei PIR: effetti su indici azionari e volume degli scambi

Secondo quanto previsto dal governo, in data dicembre 2016, con l'avvento dei PIR si sarebbero raccolti 18 miliardi di euro in 5 anni e solo 1.8 miliardi di euro nel 2017, stime che, già a settembre 2017, sono state riviste in aumento. Queste ultime parlano di un totale di 50/70 miliardi raccolti in 5 anni. Tali cifre sono state annunciate da “Fabrizio Pagani”, il Capo Segreteria Tecnica del “Ministero dell'Economia e delle Finanze”, a margine della seconda giornata dell'“Italian Equity Week Industrial Day” organizzata da Borsa Italiana a settembre 2017. Inoltre, secondo i dati di Assogestioni, solo nei primi 4 mesi vi è stata una raccolta pari a 3 miliardi di euro. Appare dunque interessante andare a vedere come i PIR abbiano impattato sui mercati borsistici azionari italiani.

Innanzitutto bisogna ricordare che se i PIR sono entrati in vigore a partire dal 1 gennaio 2017 la proposta di detassazione del capital gain e i dettagli sui vincoli di investimento erano già noti a ottobre 2016. Per questo motivo è ragionevole pensare che il mercato abbia risposto a tali notizie prima di gennaio 2017 e perciò l'orizzonte temporale di riferimento parte dal 2016 e termina il 31 dicembre 2017. Purtroppo per fornire un'analisi circa il 2018 è ancora presto e i dati disponibili non sono sufficienti e sono soggetti a numerosi cambiamenti.

Con riferimento alla Figura 7, che pone a confronto le performance di 5 differenti indici, fra cui FTSE MIB, FTSE Italia Small Cap e FTSE AIM Italia, la ricerca condotta da Intermonte in collaborazione con il Politecnico di Milano (2018) evidenzia come l'indice che ha performato meglio sia quello del segmento delle STAR mentre l'indice AIM Italia sembra essere stato

influenzato in modo minore rispetto agli altri dall'avvento dei PIR anche se a partire da maggio 2017 ha seguito un trend in aumento, seppur inferiore rispetto agli altri indici.

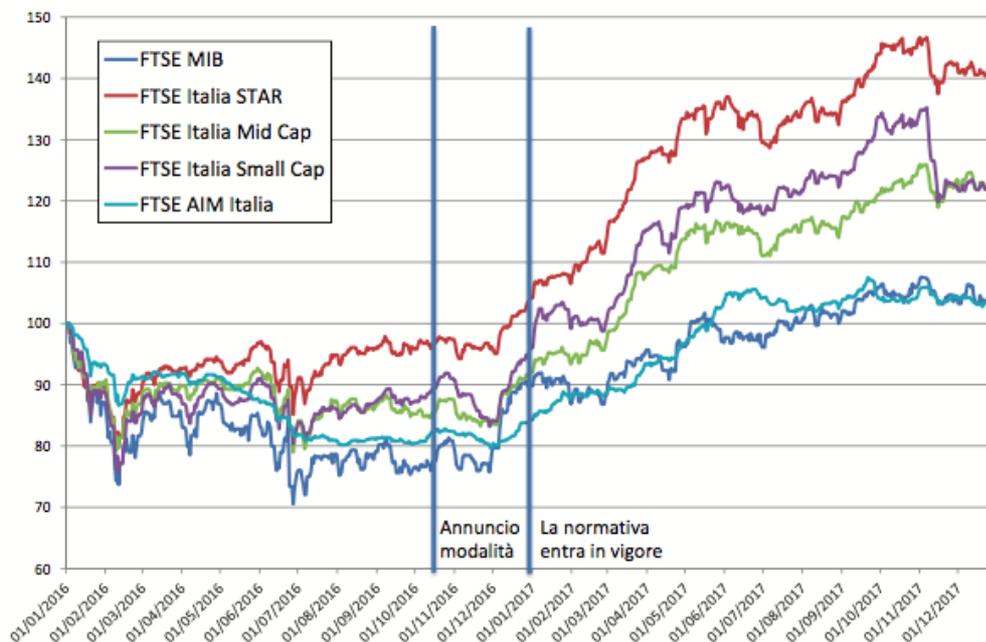


Figura 7. Performance relativa a 5 indici dal 1/1/2016 al 31/12/2017. Fonte: Borsa italiana.

I rendimenti semplici dei cinque indici di mercato considerati nella Figura 7 sono stati poi rappresentati nella Figura 8, dove possiamo vedere come vengano confermate le considerazioni fatte: in particolare, l'indice Star è quello che ha avuto la migliore performance in entrambe le finestre temporali mentre AIM Italia ha avuto maggiori difficoltà con riferimento al secondo arco temporale preso in esame.

Indice:	1/9/2016 - 31/12/2017	1/1/2017 - 31/12/2017
<b>FTSE MIB</b>	<b>+29,0%</b>	<b>+13,6%</b>
<b>FTSE Italia STAR</b>	<b>+46,1%</b>	<b>+34,7%</b>
<b>FTSE Italia Mid Cap</b>	<b>+40,8%</b>	<b>+32,3%</b>
<b>FTSE Italia Small Cap</b>	<b>+39,5%</b>	<b>+26,8%</b>
<b>FTSE AIM Italia</b>	<b>+27,0%</b>	<b>+22,4%</b>

Figura 8. Rendimenti semplici di cinque indici di mercato. Fonte: Borsa Italiana.

Secondo i dati riportati dal “Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas” (2018) si calcola che i PIR detengono il 6% del flottante relativo ai titoli Small Cap, valore che sale all’8% per i Mid Cap e al 10% per l’AIM Italia. Ambrosetti (2018, p. 7) sostiene che “*al momento il possibile effetto diretto degli acquisti dei PIR sui prezzi di mercato in questi segmenti appare limitato: l’apprezzamento dei corsi si è registrato infatti anche in molti titoli non interessati dall’attività dei fondi PIR. Non è tuttavia escluso, nel caso in cui i PIR continuino a crescere a ritmi elevati rappresentando quote di flottante più significative, che i loro investimenti possano incidere sulla dinamica dei corsi nei segmenti meno liquidi del mercato*”.

Con riferimento al volume degli scambi all’interno del mercato azionario borsistico italiano la Figura 9 mostra la percentuale dei volumi di contrattazione mensili generata dai titoli del FTSE MIB dal 1/1/2016 al 31/12/2017. Appare evidente come prima dell’avvento dei PIR oltre il 90 per cento degli scambi avvenisse in titoli all’interno di questo indice, successivamente però, a partire da gennaio 2017, questo andamento ha subito una netta diminuzione pari a circa il 10 per cento in meno. Secondo gli autori, questa evidenza fa pensare che gli investitori abbiano concentrato la loro attenzione verso titoli azionari che soddisfano i vincoli PIR e che ci sia stato un nuovo orientamento negli scambi. Con riferimento alla Figura 10 si vede infatti come a partire dall’entrata in vigore dei PIR il valore delle contrattazioni sui segmenti STAR, AIM Italia e su altri titoli non compresi nel FTSE MIB sia aumentato in modo significativo.

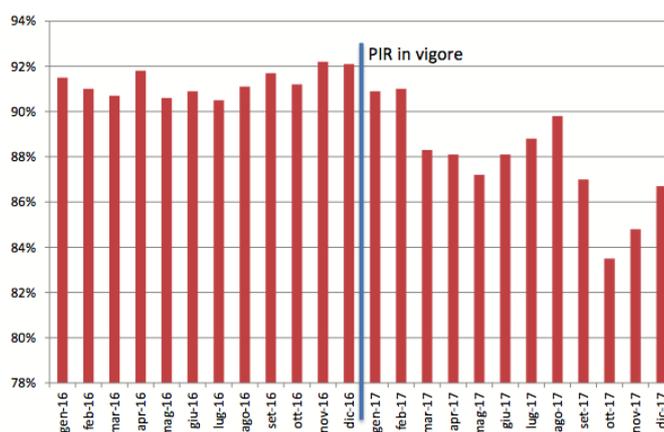


Figura 9. Percentuale dei volumi di contrattazione generata dai titoli FTSE MIB. Fonte: Borsa Italiana.

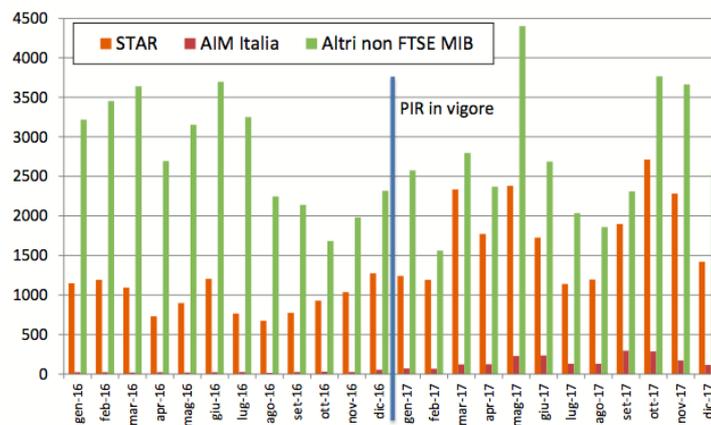


Figura 10. Controvalore degli scambi sui segmenti STAR, AIM Italia altri titoli non compresi nel FTSE MIB. Fonte: Borsa Italiana.

Come affermato dalla ricerca condotta da Intermonte SIM in collaborazione con il Politecnico di Milano (2018) dopo l'introduzione dei PIR non vi è stato un aumento significativo nel volume complessivo degli scambi quanto piuttosto una "redistribuzione". Fallovo e Giudici (2018) parlano di un effetto di "cannibalizzazione" sui titoli FTSE MIB, infatti la media mensile degli scambi su AIM Italia è aumentata di 6 volte rispetto al 2016 e quella dello STAR è quasi raddoppiata; come detto prima però il valore delle contrattazioni all'interno del FTSE MIB è sceso di quasi il 10 per cento.

### 2.3. PIR: una fonte alternativa al canale bancario?

I Piani Individuali di Risparmio, come già detto nel corso della presente relazione, sono stati introdotti con l'obiettivo di favorire gli investimenti nell'economia reale in particolare indirizzando il risparmio a favore delle Piccole e Medie Imprese nazionali. A poco più di un anno dal loro avvento, secondo quanto riportato da Milano Finanza sulla base dei dati di Assogestioni, i PIR hanno raccolto quasi 11 miliardi di euro, pari all'11% della raccolta netta dell'intera industria italiana del risparmio gestito nel corso dei 12 mesi (97,4 miliardi).

Castellarin all'interno dell'articolo "PIR i veri numeri" pubblicato da "Assinews" a dicembre 2017, sostiene che solo una parte di quanto raccolto attraverso la sottoscrizione di PIR sia confluita in azioni appartenenti ad imprese nazionali. Si stima che circa 750 milioni siano stati investiti in aziende di piccola e media capitalizzazione. Quindi, secondo quanto riportato da Castellarin (2017) *"i Piani Individuali di Risparmio sembrano più aver avuto un ruolo di catalizzatore di interesse verso il settore che un ruolo esclusivo di motore del rialzo"*. A questo punto interessante sarebbe comprendere se questo strumento sia stato funzionale alle imprese italiane al fine di raccogliere maggiori fondi attraverso fonti non bancarie e sia stato in grado di dare maggiore visibilità e aprire nuove opportunità a queste. Attualmente non sono presenti sufficienti dati e studi che permettano di capire se l'obiettivo per cui i PIR sono stati istituiti sia stato o meno raggiunto. Secondo quanto riportato a marzo 2018 da "Milano Finanza"

nell'articolo "PIR: gli effetti su domanda e offerta di capitale sul mercato borsistico italiano" nessuna delle forme innovative di finanziamento per le imprese, in particolare per le PMI, sembra essere stata impattata nel corso del 2017 dall'avvento dei PIR. Zucca (2018) sostiene che la raccolta PIR abbia beneficiato in particolare il mercato secondario mentre quello primario per ora sembra non esserne stato influenzato. Come illustrato in precedenza i dati attuali non permettono di trarre alcun tipo di conclusione circa il raggiungimento dell'obiettivo dei Piani Individuali di Risparmio. A tal proposito il "Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas" (2018) afferma che l'importanza che i PIR potranno assumere all'interno del settore delle PMI dipende soprattutto dal grado di diffusione di tali strumenti e dai flussi di risparmio raccolti. Ambrosetti (2018) sostiene che la progressiva diffusione dei PIR porterebbe in quattro anni un ammontare pari al 30 per cento del capitale flottante nei segmenti small e mid cap del mercato e questo potrebbe avvicinare al mercato dei capitali un numero maggiore di PMI che altrimenti dipenderebbero esclusivamente dal finanziamento bancario.

## ***IL CONFRONTO CON L'ESTERO***

### **3. Premessa**

L'introduzione dei PIR in Italia, come già detto nel corso di questa relazione, risponde all'intento di incentivare i risparmiatori a destinare i loro investimenti a vantaggio delle imprese italiane fornendo loro l'esenzione dalla tassazione sui redditi da questi ottenuti. Questo strumento non è nuovo nel territorio internazionale e in particolare all'interno dell'Europa. L'idea di concedere un vantaggio fiscale ai risparmiatori, a seguito di un investimento che rispetta particolari vincoli fissati dal legislatore, nasce in Francia già nel 1992 seguita poi dal Regno Unito nel 1999. Per quanto riguarda analoghe esperienze al di fuori dell'Europa si può segnalare il caso del Canada (che ha introdotto i Tax-Free Savings Account a partire dal 2009), quello del Giappone (che a partire dal 2014 ha introdotto i NISA-Nippon Individual Saving Account) o ancora quello degli Stati Uniti (che hanno introdotto gli IRA-*Individual Retirement Account*).<sup>3</sup> Nel corso di questo capitolo maggiore attenzione sarà dedicata allo studio degli strumenti europei che presentano caratteristiche analoghe ai PIR italiani e allo stesso tempo tratti distintivi. Verranno analizzati in particolare i PEA e i PEA-PME con riferimento alla Francia e gli ISA per quanto riguarda il Regno Unito. Con riferimento al contesto extra-europeo verranno trattati, seppur in modo meno approfondito rispetto al caso inglese e francese, gli IRA presenti negli Stati Uniti e i NISA giapponesi.

#### **3.1. Il caso francese**

La creazione dei PEA (Plan d'Epargne en Actions) risale al 1992 ed è ad essi che il governo italiano si è ispirato per l'implementazione dei PIR. Ciò che accomuna il caso italiano ai vicini d'Oltralpe è sicuramente il fatto che entrambi gli strumenti prevedono l'impossibilità di disinvestire le somme versate per almeno cinque anni al fine di godere del beneficio fiscale. Analoga è anche la presenza di un vincolo di composizione che per i PEA consiste nella necessità di destinare almeno il 75 per cento del valore complessivo in titoli azionari emessi da imprese appartenenti all'Unione Europea, vincolo sicuramente meno restrittivo rispetto al caso italiano che, come già evidenziato, prevede l'obbligo di investire almeno il 21 per cento delle somme in imprese con sede legale nel territorio nazionale.

Inoltre, non è possibile includere obbligazioni nella scelta ma solo azioni e il limite massimo investibile per ogni individuo è di 150 mila euro.

---

<sup>3</sup> Fallovo, Giudici (2018).

Va poi ricordato che nel 2014 il governo francese ha introdotto una nuova versione degli originali strumenti, ovvero i PEA-PME (Plan d'Epargne en Actions destiné au financement des Pme et Eti), i quali aumentano il limite di investimento attraverso un plafond di 75 mila euro di cui almeno il 75 per cento deve essere utilizzato per finanziare piccole e medie imprese e almeno il 50 per cento deve essere allocato in titoli azionari. A differenza dei PEA è quindi ammesso l'investimento in obbligazioni, ma, a differenza dei PIR, non è previsto un limite massimo annuale e anche in questo caso il vincolo di destinazione non fa riferimento solo ad imprese francesi ma si estende a tutte le imprese con sede legale all'interno dell'Unione Europea. A questo punto però è importante precisare quali siano le società investibili: queste includono anche imprese non quotate che rispettino un tetto massimo di 5.000 addetti e un fatturato non superiore ai 2 miliardi di euro. Se andiamo ad analizzare quello che è stato il risultato ottenuto da questi strumenti partendo dai dati forniti dalla Banque de France (Figura 10) vediamo come i risultati ottenuti dai PEA, misurati in base alle somme raccolte, appaiono limitati e stabili fra 80 e 90 miliardi di euro, a partire dal 2008. In totale i Plan d'Epargne en Actions hanno raccolto circa 110 miliardi di euro<sup>4</sup>, bisogna però tenere in considerazione che sono attivi già dal lontano '92. Inoltre, nel 2017 il valore dei nuovi PEA sottoscritti scende sotto i 4 milioni cifra che non si era raggiunta nemmeno con la crisi finanziaria del 2008.<sup>5</sup>

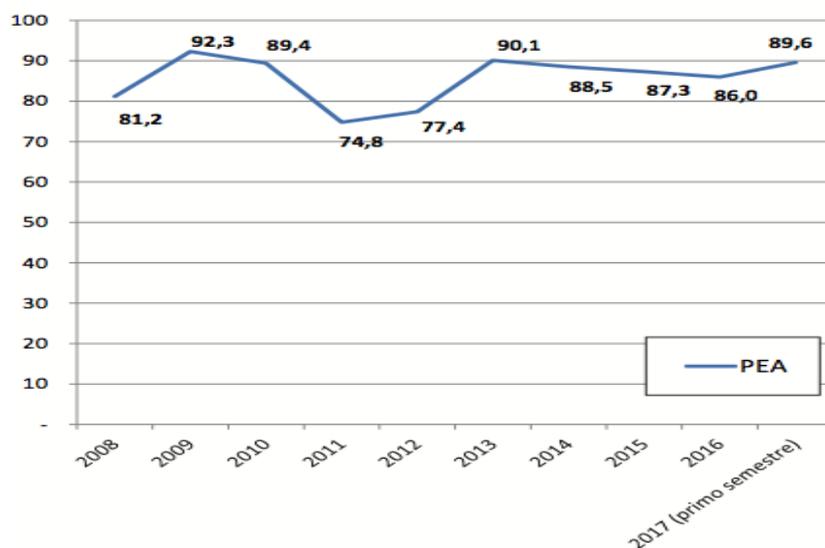


Figura 11. Somme raccolte dai PEA dal 2008 (valori in miliardi di euro). Fonte: Banque de France.

<sup>4</sup> Della Valle (2017).

<sup>5</sup> Fallovo, Giudici (2018).

Anche con riferimento ai PEA-PME si può dire che il successo ottenuto non abbia soddisfatto le aspettative del governo francese, il quale auspicava una raccolta pari a 2 miliardi di euro solo nel primo anno<sup>6</sup>, mentre a circa due anni dalla loro uscita erano stati raccolti solo 670 milioni di euro, e il numero di piani complessivamente sottoscritti risultava inferiore alle 60 mila unità. (Figura 12)

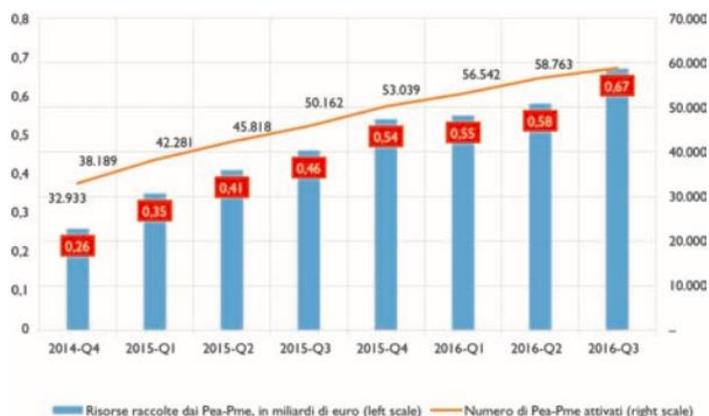


Figura 12. Lo sviluppo dei PEA-Pme in Francia da fine 2014. Fonte: Bancaria Editrice.

### 3.2. Il caso inglese

Gli ISA (Individual Saving Account) sono stati introdotti il 6 aprile 1999, in sostituzione dei due piani precedenti: i PEP (Personal Equity Plan) ed i TESSA (Tax-Exempt Speciale Savings Account)<sup>7</sup>. Gli ISA si caratterizzano per essere dei conti di investimento finanziario esenti da imposizione fiscale sui proventi che da essi ne derivano, come interessi e dividendi.

Anche in questo caso stiamo quindi parlando di strumenti che permettono di avere dei vantaggi fiscali. Inizialmente gli investimenti ammessi erano conti deposito, azioni e polizze vita, nel 2008 però il sistema è stato rivisto e sono stati introdotti tre tipi di profili:

i “cash ISA”, simili ai conti deposito bancari, gli “stocks and shares ISA” ovvero investimenti in titoli di stato, obbligazioni, azioni e/o fondi e, infine, gli “innovative finance ISA”, introdotti nel 2016 che prevedono l’investimento in piattaforme web<sup>8</sup>. Attualmente l’investimento complessivo massimo annuale è di 20.000 sterline per ogni singolo contribuente che a piacimento potrà decidere quanto investire nei singoli piani, avendo anche la possibilità di destinare somme in tutte e tre le tipologie di ISA. Inizialmente questi piani potevano essere sottoscritti solo da persone maggiorenni ma nel 2011 sono stati istituiti gli “junior ISA”, ovvero

<sup>6</sup> Crespi, Mascia (2017).

<sup>7</sup> HM Revenue & Customs (2017).

<sup>8</sup> Fallovo, Giudici (2018).

piani di risparmio a favore dei minorenni i quali potranno però riscattare le somme guadagnate solo al compimento della maggiore età. Per questa tipologia di piano è poi previsto un investimento massimo annuale di 4.128 sterline.

Possiamo quindi notare una prima differenza con i PIR italiani i quali, come già evidenziato, prevedono un'unica tipologia di piano sottoscrivibile sia da persone maggiorenni sia da persone che non hanno ancora raggiunto il diciottesimo anno di età; in entrambi i casi non sono previste differenze in merito alla quota massima investibile e, inoltre, ogni singolo risparmiatore può detenere contemporaneamente un solo Piano di Risparmio. Un altro importante aspetto per quanto riguarda gli ISA è la totale assenza di vincoli di composizione e di destinazione del portafoglio, caratteristica fondamentale invece soprattutto per i PIR italiani ma presente, seppur con alcune differenze, anche negli strumenti francesi.

Sempre con riferimento agli Individual Saving Account è importante sottolineare come negli anni siano stati introdotti differenti tipologie di piano con specifiche finalità, è il caso ad esempio degli "Help to buy ISA" finalizzati all'acquisto della prima casa e oltre al beneficio fiscale prevedono anche un contributo pubblico.

Ora che sono stati analizzati i principali tratti degli ISA è importante capire qual è stato il loro successo nel territorio britannico. In proposito, secondo le statistiche ufficiali di "HM Revenue & Customs" (2017) nel 2017 circa il 43% dei cittadini adulti britannici è titolare di un ISA. Di primo impatto questa percentuale potrebbe far pensare ad un risultato molto positivo ma in realtà se si considera il fatto che questi strumenti sono attivi da poco più di 19 anni è una cifra abbastanza contenuta.

In particolare, i dati riportati da "HM Revenue & Customs" (2017), Figura 13, evidenziano la raccolta annuale dei piani ISA: si può vedere come fin dalla loro implementazione gli ISA non abbiano riscosso un enorme successo mantenendo nei sei anni successivi alla loro introduzione una raccolta annua stabile intorno ai 30 miliardi di sterline. Si assiste poi ad un trend anomalo in aumento dal 2014 al 2016 dovuto probabilmente all'introduzione di un maggiore plafond massimo di investimento, ma nell'anno successivo il flusso raccolto torna in diminuzione.

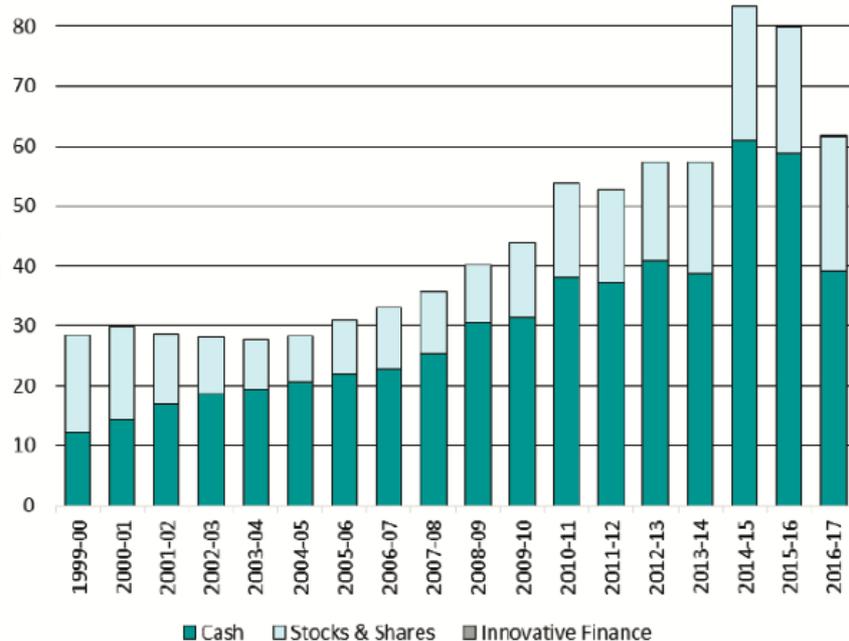


Figura 13. Flusso annuale di raccolta dei piani ISA (valori in miliardi di sterline). Fonte: HM Revenue & Customs 2017.

### 3.3. I tre casi a confronto

La Figura 14, tratta dallo studio condotto da Intermonte SIM in collaborazione con il Politecnico di Milano (2018), pone a confronto le principali caratteristiche dei Piani Individuali di Risparmio, degli ISA e dei PEA francesi. Le variabili prese in considerazione sono molteplici ma possiamo vedere come in tutti i casi sia presente una esenzione fiscale mentre solo i PIR italiani presentano un tetto massimo annuale. Inoltre, si osserva come gli ISA britannici siano gli unici a non avere vincoli circa la durata dell'investimento e la composizione del portafoglio.

	Italia (PIR)	Gran Bretagna (ISA)	Francia (PEA)
<b>Data di entrata in vigore</b>	1/1/2017	1/4/1999	1/1/1992
<b>Esenzione fiscale</b>	Totale	Totale	Totale
<b>Tipologia di investitore</b>	Persone fisiche, maggiorenni e non	Persone fisiche, maggiorenni (Junior ISA per i minorenni)	Persone fisiche non fiscalmente a carico di altri individui
<b>Durata dell'investimento</b>	Almeno 5 anni	Nessun vincolo	Almeno 5 anni
<b>Strumenti finanziari emessi da imprese italiane o UE o SEE</b>	Almeno 70% del totale	Nessun vincolo	Almeno 75%; ammessi solo titoli azionari nei PEA
<b>Strumenti finanziari emessi da imprese non comprese nell'indice delle blue chips</b>	Almeno 21% del totale		Nessun vincolo per i PEA; vincolo sulle PMI (almeno 75%) per i PEA-PME
<b>Massimo investimento annuale</b>	30.000 euro	-	-
<b>Massimo investimento complessivo</b>	150.000 euro	20.000 sterline + altre varianti	150.000 euro (PEA) + 75.000 euro (PEA-PME)
<b>Varianti per particolari fasce di investitori o investimenti</b>	No	Sì	Sì

Figura 14. Confronto fra PIR, ISA e PEA. Fonte: Intermonte SIM - Politecnico di Milano.

In confronto a Francia e Regno Unito l'esperienza italiana è molto più recente e per questo appare più difficile paragonare in modo omogeneo gli effetti delle agevolazioni fiscali sui mercati.

### **3.4. Al di fuori del contesto europeo: il caso di Stati Uniti e Giappone**

Come anticipato nella premessa del presente capitolo strumenti simili ai Piani Individuali di Risparmio italiani sono presenti, già da tempo, anche al di fuori del contesto europeo.

Alla base di simili strumenti vi è sempre l'intento del legislatore di favorire l'investimento concedendo l'esenzione da tassazione o, come nel caso statunitense, sottoponendo i redditi prodotti dall'investimento ad una imposizione fiscale minore.

Con riferimento agli Stati Uniti, gli IRA (Individual Retirement Account) sono stati introdotti con una riforma del 1974 e modificati poi nel corso degli anni fino ad arrivare agli attuali 401(k). Questi ultimi si presentano come piani di risparmio per la pensione e danno la possibilità di investire ogni anno su di un piano d'investimento promosso dall'azienda per tutta la durata lavorativa dell'investitore. Più precisamente, ogni lavoratore può scegliere se destinare al piano una parte della propria retribuzione. A differenza dei Piani italiani, che prevedono la totale esenzione da tassazione, gli strumenti statunitensi vengono definiti a "tassazione differita" in quanto il capitale e i relativi capital gain saranno assoggettati alla normale imposta sui redditi al momento della distribuzione pensionistica. In questo caso non vi è quindi una totale esenzione da tassazione ma una riduzione dell'imposizione fiscale, dato che il reddito della pensione sarà ragionevolmente inferiore rispetto al reddito percepito durante la vita lavorativa. Anche i 401(k) prevedono un ammontare investito massimo annuo che è fissato a 18 mila dollari, cifra molto inferiore rispetto al caso italiano. Come nel caso degli ISA non vi è un vincolo di composizione e vi è inoltre la possibilità di ricevere prestiti e mutui per la casa usando il piano come garanzia.

Per quanto riguarda il Giappone, sulla linea degli ISA britannici, nel 2014 sono stati lanciati i NISA (Nippon Individual Savings Accounts). Questo strumento rappresenta una soluzione d'investimento temporanea in quanto ne è previsto il ritiro dal mercato entro il 2023. I NISA, a differenza dei PIR italiani, presentano un limite temporale all'investimento fissato in cinque anni, periodo in cui si può beneficiare della totale esenzione fiscale sui redditi generati, senza pagare eventuali penali in caso di prelievo anticipato. Questi strumenti sono destinati ai risparmiatori sopra i 20 anni purché siano residenti giapponesi o non residenti ma con stabile permanenza in Giappone. Gli investimenti ammessi dai NISA sono rappresentati da azioni e fondi comuni d'investimento, non è previsto alcun investimento in denaro. Lo strumento

giapponese, come nel caso dei Piani italiani, prevede un limite massimo d'investimento annuo fissato a 1.2 milioni di Yen (12 mila euro).

Quindi, all'interno del contesto internazionale, strumenti simili ai Piani Individuali di Risparmio esistono già da tempo. Questi strumenti presentano tratti comuni e differenze sostanziali gli uni dagli altri; quello che accomuna ciascuno di questi casi è la presenza di una agevolazione fiscale sui redditi prodotti dall'investimento.

## ***CONCLUSIONE***

Come affermato nell'introduzione della presente relazione l'obiettivo principale dell'elaborato è quello di fornire una panoramica generale circa i Piani Individuali di Risparmio così da poter avere un'immagine generale e esaustiva.

I PIR vengono introdotti per la prima volta in Italia con la Legge di Bilancio per il 2017 con l'obiettivo di sostenere e favorire lo sviluppo della rete imprenditoriale nazionale. In particolare l'obiettivo del legislatore è canalizzare il risparmio verso le Piccole Medie Imprese che, come affermato dal rapporto Cerved (2017), rappresentano il 12 per cento del PIL nazionale. Al fine di raggiungere tale obiettivo la normativa introduce il rispetto del vincolo di composizione il quale prevede che almeno il 21 per cento del totale investito venga destinato in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri. Inoltre, il rispetto del vincolo di composizione, come evidenziato dallo studio condotto da "Intermonte Advisory e Gestione" (2017), risponde all'esigenza di tutelare l'investitore rispetto al rischio di questi investimenti. I dati raccolti mostrano comunque come le mid-small caps italiane siano state un ottimo investimento negli ultimi 1, 3 e 5 anni; in particolare si caratterizzano per una volatilità più bassa rispetto agli indici a larga capitalizzazione.

Dal confronto rispetto all'andamento degli indici azionari prima e dopo l'introduzione dei PIR emerge come da gennaio 2017 tutti gli indici, non rientranti nel FTSE MIB, abbiano migliorato le loro performance seguendo un trend in continuo aumento seppur con qualche differenza gli uni dagli altri. Inoltre, il volume delle contrattazioni non è complessivamente aumentato ma ha subito un nuovo orientamento verso i titoli che soddisfano i vincoli PIR: Fallovo e Giudici (2018) parlano di un effetto di "cannibalizzazione" sui titoli FTSE MIB.

Dalla loro entrata in vigore i PIR hanno superato le previsioni iniziali del Governo, che in data dicembre 2016, stimavano una raccolta di 1.8 miliardi nel 2017 arrivando a raccogliere 3 miliardi di euro nei primi tre mesi, nonostante a ottobre 2017 solo il 39 per cento degli investitori italiani sosteneva di conoscere i PIR e il 46 per cento affermava di voler investire nei piani.

L'idea di concedere un vantaggio fiscale ai risparmiatori, a seguito di un investimento che rispetta particolari vincoli fissati dal legislatore, non è nuova all'interno del panorama internazionale ma nasce in Francia già nel 1992 seguita poi dal Regno Unito nel 1999. Appare interessante prendere in considerazione anche lo storico e le caratteristiche di strumenti simili ai PIR già attivi all'interno del contesto europeo e non, molto prima dell'avvento dei piani italiani. In particolare per l'implementazione dei Piani Individuali di Risparmio il governo

italiano ha tratto ispirazione dai PEA francesi. I PEA prevedono un' esenzione fiscale dai redditi generati a fronte di un vincolo di composizione meno stringente rispetto a quello italiano, che si focalizza non tanto sul territorio nazionale quanto piuttosto su quello europeo. Con l' introduzione nel 2014 dei PEA-PME maggiore attenzione è dedicata alle piccole e medie imprese seppur classificate diversamente rispetto al caso italiano. I Plan d' Epargne en Actions negli ultimi anni hanno raccolto una cifra che oscilla fra gli 80 e i 90 miliardi annui seguendo un trend stabile con qualche piccola discesa.

Per quanto riguarda gli ISA britannici questi presentano maggiori differenze rispetto ai piani italiani e francesi in quanto non prevedono vincoli di durata e composizione.

Alla base degli Individual Saving Account vi è sempre l' esenzione dei redditi prodotti ed è importante sottolineare come si articolino in più piani differenti che il risparmiatore può detenere contemporaneamente fino ad un massimo di 20.000 sterline all' anno.

Con riguardo al contesto extra europeo negli Stati Uniti sono stati introdotti nel 1974 gli IRA divenuti poi, a seguito di successive modifiche, 401(k). Questi, a differenza dei casi europei, non prevedono una totale esenzione da tassazione quanto piuttosto una riduzione dell' imposizione fiscale che viene tralata al momento della distribuzione pensionistica.

In Giappone vi sono i Nippon Individual Savings Accounts che, come per Italia, Francia e Gran Bretagna, prevedono la totale esenzione da imposizione ma si differenziano soprattutto per essere strumenti temporanei che verranno quindi ritirati dal mercato nel 2023. Inoltre, a differenza dei PIR, vi è una durata massima dell' investimento fissata a 5 anni.

L' esperienza italiana è la più recente all' interno del contesto europeo e non; purtroppo attualmente non vi sono sufficienti dati che permettano di comprendere se l' obiettivo dei PIR, ovvero veicolare il risparmio verso le piccole medie imprese italiane rappresentando per queste una forma alternativa di finanziamento, sia stato raggiunto.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> L' elaborato è composto da 7954 parole, bibliografia esclusa.

## **BIBLIOGRAFIA**

AGENZIA DELLE ENTRATE – Direzione Centrale Coordinamento Normativo - circolare n.3/E.

AMBROSETTI, S., 2018. *Risparmio gestito: il mercato dei PIR a un anno dal lancio*. Focus settimanale del Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas, n. 21, 2-8.

AMENDOLA, A., et al., 2017. *PIR e universo investibile: rischi e opportunità dopo una partenza a razzo*. Intermonte Advisory e Gestione. (Maggio)

AMENDOLA, A., et al., 2017. *Fondi PIR vs. ETF alla prova dei fatti: molto meglio attivi che passivi*. Intermonte Advisory e Gestione. (Settembre)

ANIMA, 2017. *Osservatorio ANIMA – Gfk sul risparmio delle famiglie italiane*. Gruppo Anima.

BASILE, V., 2017. *I PIR francesi non sfondano*. *Morningstar* [online]. Disponibile su <http://www.morningstar.it/it/news/162037/i-pir-francesi-non-sfondano.aspx> [Data di accesso: 15/06/2018].

BEGHIN, M., 2016. *Principi, istituti e strumenti per la tassazione della ricchezza*. Seconda ed. Torino: Giappichelli.

BERK, J., e DEMARZO, P., 2015. *Finanza Aziendale I*. Terza ed. Milano, Torino: Pearson Italia.

BIFFIS, P., 2015. *Le operazioni e i servizi bancari*. Settima ed. Torino: G. Giappichelli Editore.

CAFFARATI, R., 2017. *I vincitori di un anno di PIR e tutte le novità 2018*. Il Blog di Online SIM [online]. Disponibile su <https://www.onlinesim.it/blog/vincitori-un-anno-di-pir-tutte-novita-2018/> [Data di accesso: 09/06/2018].

CAMMARANO, G., e REDI, A., 2002. *Pensioni per caso: introduzione ai fondi 401(k)*. Quaderni di documentazione e ricerca, Assogestioni.

CASTELLARIN, R., 2017. *PIR, i veri numeri*. Assinews.it [online]. Disponibile su <https://www.assinews.it/12/2017/pir-veri-numeri/660047698/> [Data di accesso: 05/08/2018].

CERVED, 2017. *Rapporto Cerved PMI 2017*. Cerved Group S.p.A.

COLONNA, R., 2017. *PIR, ISA e PEA: il confronto è aperto*. Il Salone del Risparmio, Milano.

CRESPI, F., MASCIA, D., 2017. *Introducing individual Savings Accounts to sustain the development of Italian Smes*. Università di Cagliari, Facoltà di Economia.

DAL MASO, E., 2017. *Pagani (Mef): 5 miliardi di PIR in 8 mesi. Possibile potenziamento*. Milano Finanza, 7 Set, 6.

DELLA VALLE, I., 2017. *Le mille facce dei Pir: appeal, costi, tasse e nodi da sciogliere*. Il Sole 24 Ore [online]. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-01-26/le-mille-facce-pir-appeal-costi-tasse-e-nodi-sciogliere-130105.shtml?uuid=AEUtCQD> [Data di accesso: 08/06/2018].

DI. 24 Aprile 2017, n.50.

FALLOVO, F., GIUDICI, G., 2018. *I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*. Quaderni di Ricerca Intermonte SIM-direzione scientifica Politecnico di Milano, School of Management.

HM REVENUE & CUSTOMS, 2017. *Individual Savings Account (ISA) Statistics*. National Statistics Publication, Londra.

LAWSON, K., 2017. *Tax incentives in other countries to promote personal saving*. Investment Company Institute, Washington.

L. 11 Dicembre 2016, n.232.

MANETTI, G., SAIITA, M., e TOFFOLI, D., 2017. *Piccolo è bello: pronti per i fuochi PIRotecnici!* Intermonte Advisory e Gestione. (Gennaio)

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE - Dipartimento del Tesoro, *Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine – Art. 1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio per il 2017).*

PALMITESSA, E., 2018. *L'Agenzia delle Entrate si pronuncia sui Piani Individuali di Risparmio ad ampio raggio.* CBA Studio Legale e Tributario, Milano.

URSINO, G., 2017. *Dai PIR solo 43 milioni sulle matricole AIM.* Plus24- Il Sole 24 Ore. N.784, 6-7.

VALENTINI, P., 2018. *Fondi PIR, nel 2017 raccolta vicina a 11 miliardi.* Milano Finanza, 23 Feb, 2.

ZENTI, R., 2017. *2017 un anno all'insegna dei PIR.* AdviseOnly [online]. Disponibile su <https://www.adviseonly.com/blog/investire/piani-individuali-di-risparmio/2017-un-anno-nel-segno-dei-pir/> [Data di accesso: 08/06/2018]

ZICCHINO, L., SQUARZONI, D., 2018. *PIR: la finanza alternativa alla ricerca delle PMI. Uno strumento per molti ma non per tutti.* Prometeia, Bologna.

ZUCCA, A. C., 2018. *PIR gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano.* Milano Finanza [online]. Disponibile su <https://www.milanofinanza.it/news/pir-gli-effetti-su-domanda-e-offerta-di-capitale-nel-mercato-borsistico-italiano-201803201610327923> [Data di accesso: 03/08/2018].

## **SITOGRAFIA**

<https://www.gov.uk/individual-savings-accounts/transferring-your-isa>

<https://www.bancamediolanum.it/nl/pir-piani-individuali-risparmio>

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<https://www.banque-france.fr/>

