



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"Crescita e Crollo dei Piani Individuali di Risparmio: storia ed effetti con focus sul piano Investiper Italia PIR 50"

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA ELENA SAPIENZA

LAUREANDO: ALBERTO CALORE

MATRICOLA N. 1135943

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE	pag.
INTRODUZIONE _____	3
Capitolo 1: I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO _____	4
Capitolo 2: STORIA DEI PIR _____	9
2.1 2017: DEBUTTO E ASCESA _____	9
2.2 2018: IL CROLLO DEI PIR _____	17
2.3 2019: I PIR 2.0 E GLI ELTIF _____	22
Capitolo 3: INVESTIPER ITALIA PIR 25 E INVESTIPER ITALIA PIR 50 _____	27
CONCLUSIONI _____	33
BIBLIOGRAFIA _____	35

INTRODUZIONE

Nel sistema economico italiano le piccole medie imprese spesso faticano nel trovare capitale essenziale per lo svolgimento della propria attività o addirittura per iniziarla. Per questo motivo molte imprese ricorrono all'indebitamento, sopportando costi spesso elevati. Tale situazione è stata aggravata dalla recente crisi economica che ha portato le banche a limitare l'emissione del debito a società che presentano un alto profilo di rischio, proprio come le PMI. In un sistema economico come quello italiano dove le PMI costituiscono l'ossatura portante del paese, tali difficoltà possono portare l'intera economia in recessione, con tutte le difficoltà che questa comporta. Proprio per evitare questo scenario, il governo ha cercato più volte un metodo che permettesse alle PMI di ottenere risorse senza sopportare oneri bancari eccessivi, e soprattutto senza incontrare tante difficoltà. Le risorse di cui le PMI necessitano sono state individuate nei risparmi degli italiani: infatti l'Italia è uno dei paesi in cui i suoi cittadini tendono a risparmiare la propria ricchezza anziché investirla o consumarla, portando quindi a un alto numero di risorse potenziali che non trovano applicazione. La soluzione consisteva nel trovare uno strumento che permettesse di conciliare la grande domanda di risorse, proveniente dalle PMI, con la grande disponibilità offerta dai risparmiatori. Nell'osservare gli altri paesi dell'Unione Europea (in particolar modo Francia e Regno Unito) si è deciso di adottare uno strumento finanziario che incentivasse gli investitori a investire i loro risparmi in quelle imprese che più hanno bisogno di risorse detassando eventuali profitti derivanti dall'investimento: nacquerò così i Piani Individuali di Risparmio.

L'elaborato è diviso in tre capitoli: il primo si concentra sugli aspetti normativi e strutturali dei PIR così come sono stati inizialmente concepiti dal legislatore. Il secondo, di tipo storico, tratta i cambiamenti che i PIR hanno attraversato dalla loro attuazione fino ad oggi, analizzando i vantaggi e gli svantaggi che si sono manifestati, così come le riforme che hanno subito, i rendimenti registrati e le risorse che hanno raccolto e che effettivamente sono entrate nell'economia reale. Il terzo e ultimo capitolo si concentra sui PIR offerti dal gruppo bancario ICCREA, che racchiudendo le principali banche di credito cooperativo in Italia, ha forte attrazione verso piccoli investitori poco propensi al rischio, ma che costituiscono la maggioranza degli investitori italiani. Tale gruppo opera in maniera molto attiva nella provincia di Padova, e pertanto tali piani di risparmio sono stati sottoscritti da numerosi investitori locali.

Capitolo 1: I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO

I Piani Individuali di Risparmio (PIR) sono uno strumento finanziario che è stato introdotto per la prima volta nell'articolo 1 commi 100-114 nella legge 232 di Dicembre 2016 (nota come legge di stabilità 2017). L'obiettivo che il legislatore si è posto è quello di “offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie; aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine; favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali”¹ all'interno di un contesto che vede le imprese italiane in grande sofferenza finanziaria, in modo particolare le piccole e medie imprese. La classe delle PMI utilizza il credito bancario come forma di finanziamento principale, evitando quindi di quotarsi in borsa o di cercare altre forme di finanziamento che puntino più sull'equity piuttosto che sul debito. Questa abitudine, negli ultimi anni, ha portato le PMI a non avere più risorse sufficientemente idonee a raggiungere gli obiettivi prefissati, in quanto si è verificata una contrazione del credito concesso dalle banche per via delle sofferenze che queste presentano nei propri bilanci, per via di regole sempre più rigide e per via di costi sempre maggiori. Tale mancanza di risorse per questa categoria di imprese ha avuto inevitabilmente delle gravi conseguenze in tutto il sistema economico italiano: le PMI costituiscono, per l'enorme valore aggiunto che apportano alla nostra economia nel complesso, la base del nostro sistema economico. Per incentivare le piccole e medie imprese a quotarsi, e per incentivare i risparmiatori privati a investire nelle PMI, in modo che queste non solo cerchino di ridurre il ricorso all'indebitamento, ma anche in modo che queste si rivolgano ad investitori qualificati e competenti (uscendo così dalla propria dimensione familiare), il governo ha previsto una serie di incentivi fiscali per chi mantiene il PIR per più di 5 anni (requisito temporale). Tali benefici fiscali consistono in una totale esenzione per il sottoscrittore del piano individuale di risparmio dalle imposte sui redditi derivanti dagli strumenti finanziari che entrano nel PIR insieme a una totale esenzione per le tasse di successione mortis causa. Qualora infatti l'investitore ceda il proprio PIR prima dei 5 anni previsti dalla norma, scatta il meccanismo di recupero dell'imposta previsto dal comma 106, il quale prevede che i redditi derivanti dalle attività finanziarie contenute nel PIR vengano tassate con aliquota ordinaria, e si prevede la restituzione delle tasse non pagate maggiorate degli interessi. I PIR possono essere sottoscritti da qualsiasi soggetto (anche minorenne) residente nel territorio dello Stato. La normativa indica i limiti e i divieti per chi decide di investire nei PIR: il primo limite è il cosiddetto “limite all'entità dell'investimento” in cui si

¹ Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine-Art. 1, commi da 100-114, legge 232 del 11/12/2016

prevede l'impossibilità di investire più di 30.000 euro in un anno solare, fino a un massimo di 150.000 euro complessivi. I "vincoli all'investimento" in PIR sono indicati nei commi 102 e 103: tali commi prevedono inoltre che il PIR debba essere costituito per almeno il 70% del suo ammontare investito "in strumenti finanziari, anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi o stipulati con imprese che svolgono attività diverse da quella immobiliare, residenti nel territorio dello Stato [...], o in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio economico europeo con stabili organizzazioni nel territorio medesimo; la predetta quota del 70% deve essere investita per almeno il 30% 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".¹ più sopraIl restante 30% può essere investito liberamente da parte dell'investitore, rispettando però il limite alla concentrazione, ovvero il divieto di investire più del 10% del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente (divieto che non deve essere osservato ininterrottamente, ma deve essere rispettato per almeno due terzi della durata dell'anno solare) e il divieto di investimento in Paesi non collaborativi (ovvero Paesi per cui non è possibile ottenere una documentazione trasparente sulle attività finanziarie).

Nonostante i benefici fiscali partano dopo il quinto anno, l'investitore ha comunque la possibilità di movimentare il proprio PIR come meglio crede, sia dal punto di vista qualitativo sia dal punto di vista quantitativo, senza perdere i benefici fiscali: qualora l'investitore decida di reinvestire parte delle risorse che preleva dal PIR, oppure decida di reinvestire il corrispettivo che ottiene dalla cessione di strumenti finanziari che fanno parte del suo piano individuale di risparmio entro un certo numero di giorni, non perde il beneficio fiscale: infatti, il periodo di rimborso si somma al periodo quinquennale, che è quindi sospeso durante il periodo previsto dalla legge (90 giorni) per reinvestire le somme ottenute. Inoltre, durante il periodo di rimborso è possibile venire meno alle condizioni previste dal comma 102: tale violazione deve essere temporanea e immediatamente sanata dopo il reinvestimento. La ratio di questa norma si può facilmente individuare nella volontà del legislatore di rendere il PIR il più flessibile e dinamico possibile, così da rendere tali strumenti sempre più conformi alle esigenze che l'investitore ha in base al periodo economico-finanziario nel quale opera. Qualora il termine previsto per il reinvestimento dal legislatore decorra senza che l'investitore abbia provveduto a reinvestire le proprie somme si applica il comma 106 che prevede la perdita dei benefici fiscali non solo verso i redditi derivanti dalle attività cedute, ma anche per i redditi che sono stati oggetto di rimborso. Secondo la legge è anche possibile trasferire un conto PIR conforme da una banca A ad una banca B: in questo caso è importante che il nuovo conto debba essere intestato allo stesso

investitore. Qualora si applichi questo trasferimento sarà compito della banca ottenere tutta la documentazione necessaria per il buon fine dell'operazione.

I PIR possono essere costituiti presso intermediari finanziari (in particolare banche), oppure imprese di assicurazione (sia residenti che non, ma operanti in Italia), e possono essere costituiti anche mediante una sottoscrizione a un OICR PIR Compliant, ovvero un fondo che nel suo attivo rispetta i requisiti indicati dalla legge di stabilità per la costituzione di un PIR: in particolare, i fondi PIR compliant non possono avere nel loro attivo alcuni strumenti finanziari quali strumenti finanziari non emessi da paesi collaborativi, partecipazioni sociali considerate “qualificate”(conforme all'Art. 1 comma 102 della legge di stabilità 2017) e strumenti finanziari i cui redditi concorrono alla formazione del reddito disponibile. Qualora un investitore abbia sottoscritto delle quote di un fondo OICR PIR Compliant, il termine di 5 anni si riferisce alla quota del fondo che ha sottoscritto e non agli strumenti finanziari che entrano nella quota. Anche per gli investimenti in tali fondi si applicano tutti i divieti e tutti i limiti che sono stati già descritti. Questa metodologia è diventata in brevissimo tempo la più utilizzata dai risparmiatori.

La rapidità con cui questi fondi hanno avuto successo è testimoniata dai dati riportati in Tabella 1 sottostante: si noti come già alla fine del secondo trimestre del 2017 (Giugno 2017) il gruppo Intesa SanPaolo avesse superato la quota di un miliardo di euro di raccolta netta, e come il gruppo Mediolanum abbia quasi raggiunto tale quota. Questi dati riflettono chiaramente non solo quanto gli investitori credano in questi strumenti, ma anche giustificano l'enorme attenzione che il governo Gentiloni prima, e il governo Conte poi, hanno rivolto a questi strumenti. Infatti, i PIR sono stati riformati più volte dalla loro entrata in vigore prima con il decreto legge 50/2017 (che ha aumentato il termine per reinvestire le somme conseguite dal disinvestimento da 30 giorni a 90 giorni, oltre ad aprire la possibilità agli enti di previdenza obbligatoria e complementari di investire non più del 5% del loro attivo patrimoniale in PIR), fino alla legge di stabilità 2019, passando anche per una riforma nella legge di stabilità nel 2018 che ha permesso l'investimento in strumenti finanziari emessi da società immobiliari.

Tabella 1: Raccolta netta delle varie SGR (dati in milioni di euro)

SOCIETA' GESTIONE DEL RISPARMIO	RACCOLTA NETTA 1° TRIMESTRE 2017	RACCOLTA NETTA 2° TRIMESTRE 2017	RACCOLTA NETTA TOTALE PRIMI SEMESTRE 2017
GRUPPO MEDIOLANUM	296	897,1	1193,1
GRUPPO INTESA SANPAOLO	222,3	1168,4	1390,6
ARCA	79,7	349,6	79,7
PIONEER INVESTMENTS – GR. UNICREDIT	80,1	637,2	717,3
LYXOR	387,6	166,7	554,4
ANIMA HOLDING	11,1	368,4	379,5
AMUNDI GROUP	N. D	194,3	194,3
ALLIANZ	N. D	14,1	14,1
GRUPPO BANCARIO VENETO BANCA	N. D	55,3	55,3
GRUPPO UBI BANCA	N. D	112,3	112,3

GRUPPO BNP PARIBAS	N. D	92,6	92,6
GRUPPO BANCA SELLA	2,8	33,5	36,3
ICCREA	N. D	58,6	58,6
BANCA ESPERIA	N. D	39,2	39,2

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

Capitolo 2: STORIA DEI PIR

2.1 2017: DEBUTTO E ASCESA

Fin dal loro primo anno, i PIR hanno esercitato una enorme capacità attrattiva nei confronti degli investitori, grazie alle prospettive di ottenere delle plusvalenze completamente detassate sui loro investimenti. Per questo motivo il 2017 è stato un anno incredibilmente positivo per questi nuovi strumenti finanziari, le cui performance non solo hanno aumentato drasticamente la liquidità per le PMI, ma hanno anche trainato gli indici borsistici. Assogestioni, durante il Salone del Risparmio 2018, evidenzia come i sottoscrittori di un piano individuale di risparmio siano oltre 800.000, di cui 500.000 circa sono investitori che si affacciano per la prima volta al mercato retail. Così tanti investitori hanno permesso di raccogliere ai PIR circa 11 miliardi di euro nel solo primo anno di vita, cifra che, sempre secondo Assogestioni, corrisponde a circa l'11% della raccolta netta del risparmio gestito in Italia.² Un dato così elevato ha sorpreso perfino il governo, che ha dovuto correggere le sue stime al rialzo, in quanto aveva previsto per il 2017 una raccolta di 1,8 miliardi di euro, successivamente alzata a 10 miliardi e comunque superata. Un altro dato interessante è relativo alle quote che sono state investite in strumenti finanziari emessi da società non facenti parte dell'indice FTSE MIB o simili: mediamente il 43% degli investimenti in ciascun PIR non è stato investito in grandi aziende, un dato interessante se si considera che è oltre il doppio della quota minima prevista dalla legge (circa il 21%), e che può anche essere considerato come un termometro di fiducia da parte degli investitori, che credono nelle potenzialità di questi strumenti di portare benefici alle PMI e all'economia reale. Grazie a questa enorme spinta, la borsa di Milano ha ottenuto la maglia rosa tra tutte le borse Europee nel 2017: concentrando la nostra attenzione sugli indici borsistici che si basano sulle quotazioni delle PMI italiane, il FTSE Star e il FTSE AIM, possiamo notare non solo come siano aumentate le IPO (proprio perchè sempre più imprese sono state attratte dalla possibilità di ottenere liquidità grazie ai PIR) ma anche come questi indici siano cresciuti rispettivamente del 39% e del 24% da inizio anno. Tali performance hanno trascinato anche gli indici borsistici più importanti: l'indice FTSE MIB ha concluso il 2017 con un incremento del 15,5%, mentre l'indice FTSE Italia All Share registra un aumento del 17,2%. Nonostante questi indici rispecchino l'andamento "generale" delle varie PMI, la società FTSE ha costituito un nuovo indice che misura proprio l'andamento dei fondi PIR: l'indice FTSE Italia PIR Mid Cap

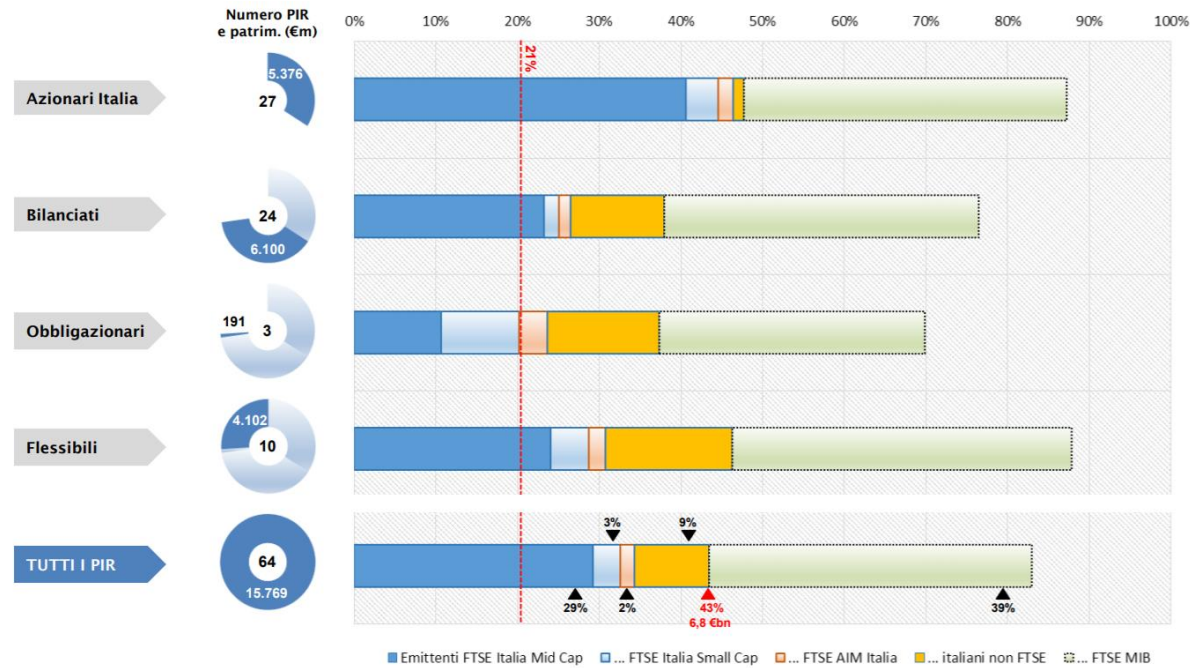
² ANON. 2018. PIR, Assogestioni presenta i dati al salone del risparmio [online]. Disponibile su <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,12404,0.html/pir-assogestioni-presenta-i-dati-al-salone-del-risparmio>

Total Return. Tale indice (derivato dall'indice FTSE Italia Mid Cap) ha registrato una performance positiva pari a 35,4%.

Il metodo più utilizzato da parte degli investitori per sottoscrivere un PIR è stato quello di investire in fondi PIR compliant. Subito dopo l'entrata in vigore della legge di bilancio 2017, le banche, così come anche le SGR, si sono impegnate ad aprire fondi ex novo che rispettassero i requisiti imposti dalla legge, oppure si sono impegnate a trasformare fondi già esistenti in fondi PIR Compliant. Durante l'anno 2017, i fondi aperti sono stati 64 promossi da 33 gruppi.³ All'interno di questa vasta gamma di fondi, possiamo individuare due macro-classi di fondi: i fondi comuni di investimento e gli ETF. Tra le due tipologie, i fondi comuni di investimento sono quella che è riuscita a riscuotere più interesse tra gli investitori. In questi fondi i risparmiatori che desiderano investire i propri risparmi si rivolgono a un intermediario finanziario che, una volta raccolti i risparmi, si impegna a investirli nei vari strumenti finanziari. All'interno dei fondi comuni di investimento si possono individuare delle differenti politiche di investimento da parte delle società che gestiscono il risparmio, e pertanto possiamo dividere la macro-classe dei fondi comuni di investimento in alcune classi basate proprio sulle diverse politiche di investimento e sugli strumenti finanziari che costituiscono il fondo: in particolare possiamo individuare i fondi azionari, obbligazionari, bilanciati e flessibili.

³ <http://www.investoinpir.it/pir-33-gruppi-promuovono-64-fondi-aperti-pir-compliant/>

Figura 1: Tipologie dei fondi PIR Compliant



Come indicato dalla figura 1, tra queste quattro tipologie di investimento quella più presente nel mercato è la tipologia dei fondi azionari. I fondi azionari sono dei fondi comuni di investimento dove l'attivo del fondo è principalmente investito in azioni o in obbligazioni convertibili in azioni (almeno una quota del 70%). Nonostante i fondi azionari siano superiori come numero assoluto, questi sono stati superati dai fondi bilanciati come raccolta netta: mentre i fondi azionari censiti da Assogestioni alla fine del 2017 erano 27 con una raccolta netta di 5.376 milioni di euro, i fondi bilanciati, il cui numero è di 24, sono riusciti a raccogliere circa 6.100 milioni di euro. Questa particolare fortuna per i fondi bilanciati può essere attribuita proprio alla loro struttura: mentre i fondi azionari investono solo in azioni e non in obbligazioni e mentre i fondi obbligazionari attuano esattamente una politica opposta, i fondi bilanciati si impegnano a mantenere nel proprio portafoglio delle quote di entrambi gli strumenti finanziari. Se un fondo bilanciato avrà più azioni che obbligazioni lo si definirà bilanciato azionario; se invece avrà più obbligazioni che azioni lo si chiamerà bilanciato obbligazionario. Anche i fondi flessibili hanno registrato una buona performance: tali fondi che investono in azioni e obbligazioni senza alcun vincolo sono riusciti a raccogliere circa 4.102 milioni di euro, nonostante alla fine del 2017 il numero assoluto di tali fondi fosse solamente di 10. Dalla figura 1 si nota inoltre come i fondi obbligazionari non abbiano avuto molta fortuna tra gli investitori

(con una raccolta netta di 191 milioni di euro) e anche tra gli intermediari finanziari (in quanto di tale tipologia sono stati aperti solamente 3 fondi).

Come alternativa ai fondi comuni d'investimento troviamo i fondi ETF: questa tipologia di fondo si caratterizza per una gestione del risparmio passiva, intendendo una gestione che fa riferimento a un benchmark che il fondo cerca di imitare.

Queste cifre dimostrano il consenso che questi strumenti hanno riscosso tra il pubblico dei piccoli risparmiatori, ma non bisogna tralasciare che una fiducia simile si è potuta riscontrare presso la quasi totalità degli intermediari finanziari. Alla fine del 2017 erano attivi 64 fondi PIR Compliant (figura 1), di cui 21 erano fondi già aperti ma successivamente modificati in modo da essere ritenuti conformi alla legge dei PIR. È interessante notare come le società più attive in nel mercato dei PIR non sono quelle società che a livello nazionale gestiscono la maggior parte del risparmio italiano: il Gruppo Generali, che è il primo gruppo a livello nazionale per il risparmio gestito, è solamente al trentesimo posto nella classifica delle società per la raccolta netta dei PIR, gestendo solamente un fondo PIR Compliant.

Tabella 2. Classifica SGR per raccolta netta

SOCIETA' GESTIONE DEL RISPARMIO	RACCOLTA NETTA
Gruppo Intesa Sanpaolo	2.695,50
Gruppo Mediolanum	2.112,80
Amundi	1.369,80
Anima	838,4
Arca	814,8
Pioneer Investments	717,3
Lyxor	514,9
Gruppo Ubi Banca	295,4
Gruppo BNP Paribas	264,5
Gruppo Azimut	254,6
ICCREA	216,2
Gruppo Deutsche Bank	157,8
Allianz	114,2
Credito Emiliano	103,2
Gruppo Banca Sella	93,8

Fonte: elaborato personale su dati di Assogestioni.it

Dalla tabella 2 si può osservare come ai primi posti di questa classifica si trovano proprio quelle società che non rappresentano le SGR più consistenti per il patrimonio gestito: al primo posto si colloca il gruppo Intesa SanPaolo, con una raccolta netta di circa 2,695 miliardi di euro, seguita dal Gruppo Mediolanum con 2,1 miliardi di euro. Al terzo posto troviamo il gruppo

Amundi con 793 milioni seguito poi da Arca (con 293 milioni di euro). Una raccolta così elevata si spiega con il grado di fiducia che tali fondi sono riusciti a raccogliere presso il pubblico nel corso di tutto l'anno: tali fondi hanno registrato delle performance molto positive che hanno attratto sempre più investitori nel corso del tempo. Nella tabella 3 sottostante vengono riportati i rendimenti e le commissioni di gestione, sottoscrizione e performance dei principali fondi PIR Compliant delle prime tre SGR per raccolta netta, in quanto i risultati che si possono dedurre dall'analisi di questi fondi possono estendersi alla totalità dell'offerta nel mercato dei PIR.

Tabella 3: Principali fondi PIR Compliant

NOME FONDO	RENDIMENTO 2017	CATEGORIA	COMMISSIONI DI GESTIONE SOTTOSCRIZIONE PERFORMANCE
EURIZON PROGETTO ITALIA 20	3,2%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO	1,2% DA 0% A 1,5% 10%
EURIZON PROGETTO ITALIA 40	6,4%	BILANCIATO	1,4% DA 0 A 1,5% 10%
EURIZON PROGETTO ITALIA 70	10,6%	BILANCIATO AZIONARIO	1,6% DA 0 A 1,5% 10%
MEDIOLANUM FLESSIBILE SVILUPPO ITALIA	8,9%	FLESSIBILE	1,75% DA 0% A 3% 20%
AMUNDI VALORE ITALIA PIR P	5,98%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO	0,3% 0% 20%

AMUNDI DIVIDENDO ITALIA B	16,89%	AZIONARIO	1,85% 3% 20%
AMUNDI SVILUPPO ITALIA A	9,07%	AZIONARIO	1,85% 2% 15%
PIANO BILANCIATO ITALIA 30	2,75%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO	1,4% 3% 0%
PIANO BILANCIATO ITALIA 50	4,50%	BILANCIATO	1,6% 3% 0%

Fonte: elaborato personale su dati di Assogestioni.it

Come si può facilmente notare dalla tabella 3, i PIR che hanno ottenuto i rendimenti maggiori durante il 2017 sono stati i PIR azionari, o bilanciati azionari. Nonostante tali fondi possano essere i più redditizi non possono essere sottoscritti da chiunque in quanto presentano un profilo di rischio più elevato rispetto alle altre tipologie di fondi. Il mercato azionario è più sensibile ai mutamenti economico-politici globali e alle oscillazioni dei mercati finanziari, mentre le obbligazioni (si pensi ad esempio alle obbligazioni emesse da stati sovrani) sono meno volatili e hanno un rischio minore di subire perdite consistenti. Numerose SGR hanno aperto fondi PIR compliant di diverse tipologie proprio per attirare risparmiatori con profili di rischio diversi: un esempio proposto è offerto dal gruppo Intesa SanPaolo che offre ben 5 diverse “varianti” del fondo Eurizon. Nel nominativo di questi fondi viene spesso indicata la percentuale del capitale investita in azioni: il fondo Eurizon Progetto Italia 20, per esempio, si caratterizza per una quota di azioni pari al 20%, e quindi tale fondo sarà più adatto a investitori poco propensi al rischio. Il fondo che ha goduto di un rendimento maggiore tra i fondi Eurizon è stato il fondo Eurizon Progetto Italia 70 (per via della elevata quota azionaria). Tra tra i fondi citati nella tabella 3 il migliore è stato il fondo Amundi dividendo Italia b, gestito dalla società di gestione del risparmio Amundi, che investe oltre il 90% del proprio capitale in azioni.

Per avere una visione più completa dell'intero mercato dei PIR la società FTSE Russel ha creato sette indici che riflettono l'andamento dei PIR. Tali indici sono: FTSE Italia PIR PMI All, FTSE Italia PIR Mid Cap, FTSE Italia PIR MID Small Cap (che riflettono l'andamento delle azioni idonee a far parte di un PIR) , FTSE Italia PIR PMI Plus, FTSE Italia PIR PMI Star, FTSE Italia PIR Benchmark e FTSE Italia PIR Benchmark Star (benchmark di portafogli costruiti partendo dall'insieme di azioni quotate sull'Mta idonee all'inclusione in conti Pir, sia Pmi che blue chips al netto di azioni di società non italiane quotate nella borsa di Milano). Questi indici hanno avuto una performance nel 2017 assolutamente positiva come riportato in Tabella 4. Si noti infatti che il peggiore è stato il FTSE Italia PIR Benchmark (che comprende azioni e obbligazioni di società quotate nel FTSE MIB, escluse quelle straniere e già facenti parte dell'indice FTSE Italia PIR PMI Plus) con una performance del 20,7%, mentre il migliore è stato l'indice FTSE Italia PIR PMI Star con una performance addirittura del 41% (che racchiude azioni delle 40 società dell'indice FTSE Italia STAR al netto delle società straniere e quotate anche nell'indice FTSE MIB). Tutti gli altri indici hanno avuto una performance che si colloca tra il 34 e il 35%⁴.

Tabella 4: Indici PIR FTSE RUSSEL

INDICE	PERFORMANCE
FTSE ITALIA PIR PMI ALL	34,0%
FTSE ITALIA PIR MID CAP	35,5%
FTSE ITALIA PIR MID SMALL CAP	34,4%
FTSE ITALIA PIR PMI PLUS	34,3%
FTSE ITALIA PIR STAR	41,0%
FTSE ITALIA PIR BENCHMARK	20,7%
FTSE ITALIA PIR BENCHMARK STAR	23,7%

Fonte: elaborato personali su dati ricavati da FTSERUSSEL.COM

⁴ Dati ricavati dalle schede informative degli indici consultabili su <https://www.ftse.com/products/indices/italia-it>

2.2 2018: IL CROLLO DEI PIR

L'anno 2018 si è aperto con una modifica normativa riguardante proprio i piani individuali di risparmio. Se in origine ai gestori dei fondi e agli intermediari dei fondi che avessero voluto costituire un fondo di investimento PIR Compliant era vietato investire in strumenti emessi da società immobiliari, con la nuova normativa tale divieto è venuto meno, ampliando la gamma delle società su cui investire. La legge di bilancio 2018 (legge 205/2017) ha introdotto la possibilità di investire non solo in società immobiliari, ma anche in società di investimento immobiliari quotate (SIIQ). L'obiettivo di questa modifica normativa è quello di convogliare parte delle risorse raccolte tramite i PIR alle società che operano nel mercato immobiliare. Queste società hanno subito una contrazione maggiore del credito concesso dalle banche, e pertanto non dispongono della liquidità necessaria per svolgere la propria attività. Tuttavia, l'illusione che i PIR potessero attirare nuovi investitori, aumentando le risorse da immettere nell'economia reale e trascinando tutto il mercato finanziario italiano, è stata fortemente smentita già nei primi mesi del 2018. Il mercato finanziario ha subito delle perdite consistenti per tutto il 2018, soprattutto a partire dal quarto trimestre. Il mercato dei PIR ne ha risentito particolarmente.

Il primo dato che lo dimostra è sintetizzato nella raccolta netta dei fondi PIR. Già nel primo trimestre del 2018, la raccolta netta di questi strumenti finanziari si è fermata a 1,98 miliardi di euro, contro i 3,38 miliardi di euro di raccolta netta registrati nello stesso arco di tempo del 2017⁵. Alcuni investitori, notando alcuni rendimenti negativi, hanno preferito riscattare la quota investita meno di un anno prima, dimostrando il loro disinteresse nell'immettere liquidità nell'economia reale italiana e dimostrando come il vero motivo per cui i sottoscrittori siano stati così tanti era il beneficio fiscale. Alcuni risparmiatori hanno preferito cedere la loro quota pagando l'aliquota prevista e ottenendo comunque un utile (infatti i rendimenti del primo trimestre del 2018 non sono stati così negativi da annullare il guadagno registrato l'anno precedente) piuttosto che subire una perdita per il 2018 e sperare che i rendimenti degli anni successivi potessero poi permettere di recuperare tali rendimenti negativi. La raccolta netta è andata via via peggiorando durante tutto il corso del 2018, fino ad attestarsi a 3,94 miliardi di euro, contro i 10,9 miliardi del 2017. Tuttavia, bisogna assolutamente rimarcare il fatto che i PIR hanno rappresentato anche nel 2018 lo strumento che ha permesso all'intera economia del

⁵ Mappa del risparmio gestito primo trimestre 2018, Assogestioni.it

risparmio gestito di raccogliere più risorse (essendo stati raccolti in tutto dalle SGR 9,87 miliardi di euro, un decimo del 2017)⁶.

Tuttavia, risulterebbe superficiale affermare che la raccolta sotto le aspettative dei PIR sia stata influenzata solamente dall'andamento negativo del mercato finanziario. Altri elementi si sono aggiunti durante il 2018, che sommati al precedente hanno messo in allerta investitori italiani ed esteri. Il primo è l'incertezza politica che si è generata per via delle elezioni politiche che si sono tenute il 4 marzo, protrattasi fino ai primi giorni di giugno con la nascita del nuovo governo. Il secondo importante motivo che ha messo in allarme gli investitori è stata la crescita dello spread tra Btp e bund che ha aumentato l'incertezza e spaventato gli investitori, che magari hanno preferito investire i loro soldi in mercati più sicuri e stabili.

Oltre a timori e incertezze macroeconomiche si sono aggiunte anche criticità tecniche che magari hanno trattenuto investitori più accorti e meno impulsivi dall'investire in PIR: tali criticità riguardano le commissioni e le spese di gestioni che il sottoscrittore di un piano deve versare alla banca o all'intermediario di fiducia che gestisce il suo PIR. Il sole 24 Ore denuncia come le commissioni bancarie sono spesso troppo elevate, tendendo ad annullare il beneficio fiscale che i PIR garantiscono solamente dopo 5 anni. In particolare, una commissione bancaria annua del 2,3% annullerebbe l'intero bonus fiscale. Questa soglia risulta essere molto vicina con le commissioni effettivamente applicate dalle banche, come indicato nella tabella 3.

A rendere ancora più l'idea di quanto il 2018 sia stato un anno estremamente negativo per i PIR basta guardare ai rendimenti registrati. Nella tabella 5 sottostante sono indicati i rendimenti che quegli stessi fondi già citati per il 2017 hanno registrato nel 2018: si tenga conto che questi fondi non sono stati modificati in seguito alle modifiche legislative sopra citate e che non sono state modificate le politiche di investimento che si era deciso di intraprendere con la loro istituzione a inizio 2017. Per rendere ancora più immediato il confronto visivo, riporto nuovamente il rendimento registrato durante il 2017.

⁶ Mappa del risparmio gestito quarto trimestre 2018, Assogestioni.it

Tabella 5: Confronto dei rendimenti dei fondi PIR tra il 2017 e 2018

NOME FONDO	RENDIMENTO 2017	RENDIMENTO 2018	CATEGORIA
EURIZON PROGETTO ITALIA 20	3,2%	-5,3%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO
EURIZON PROGETTO ITALIA 40	6,4%	-7,8%	BILANCIATO
EURIZON PROGETTO ITALIA 70	10,6%	-11,2%	BILANCIATO AZIONARIO
MEDIOLANUM FLESSIBILE SVILUPPO ITALIA	8,9%	-11,8%	FLESSIBILE
AMUNDI VALORE ITALIA PIR P	5,98%	-10,5%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO
AMUNDI DIVIDENDO ITALIA B	16,89%	-16,3%	AZIONARIO
AMUNDI SVILUPPO ITALIA A	9,07%	-16,2%	AZIONARIO
PIANO BILANCIATO ITALIA 30	2,75%	-9,5%	BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO
PIANO BILANCIATO ITALIA 50	4,50%	-11,7%	BILANCIATO

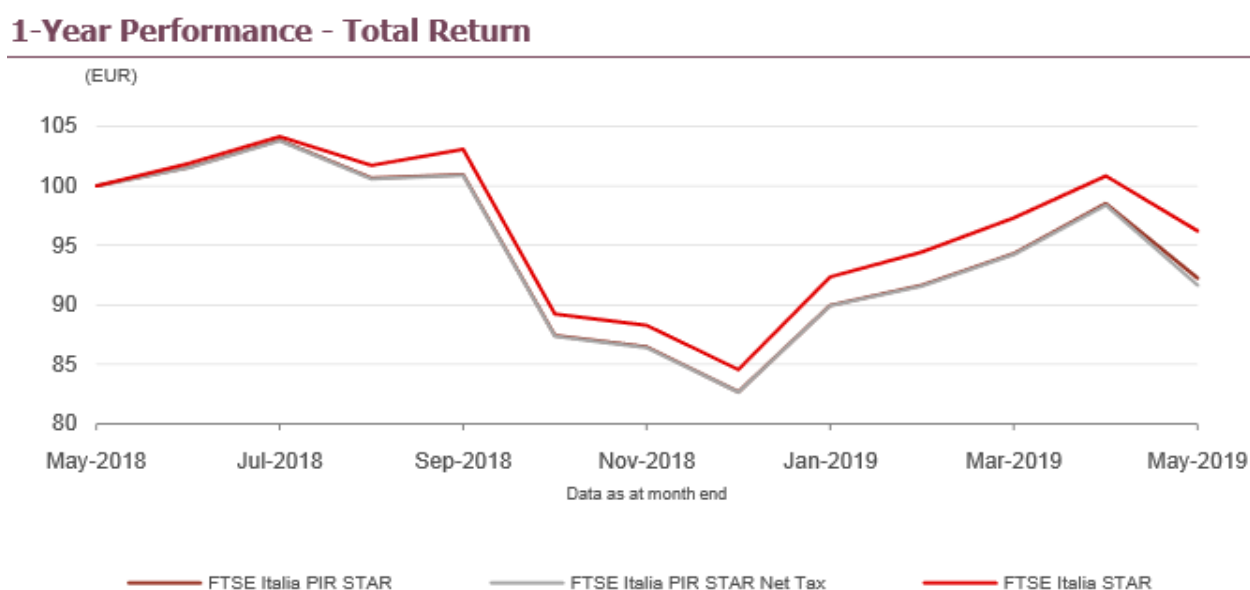
Fonte: elaborato personale su dati di Assogestioni.it

Gli scarsi rendimenti riportati nella tabella 5 possono essere spiegati se si tiene conto di alcuni aspetti che durante il 2017 non era stati notati, o se notati non erano stati più di tanto considerati,

coperti forse dall'entusiasmo e dall'onda dei rendimenti: tali aspetti riguardano la diversificazione geografica dei PIR e l'alta volatilità tipica del mercato borsistico italiano. Poiché la maggior parte dei fondi PIR investono in imprese estere in una bassissima proporzione rispetto al proprio portafoglio, concentrandosi su imprese italiane (come effettivamente la legge richiede), qualora l'Italia entri in un periodo negativo dal punto di vista economico-finanziario, gli investitori perdono più risparmi di quanti non ne perderebbero in fondi opportunamente diversificati geograficamente, e questo si è verificato durante il 2018.

Inoltre, le imprese italiane e la stessa borsa sono caratterizzate da un'ampia volatilità e da una elevata instabilità, aumentata a partire dallo scorso Maggio 2018 con l'innalzamento dello spread. A riguardo di ciò si possono osservare i rendimenti degli indici che misurano la performance dei PIR. Se per osservare come il 2017 sia stato un anno assolutamente positivo si è guardato ai rendimenti degli indici FTSE Italia PIR, lo stesso si può fare per dimostrare come il 2018 sia stato un anno negativo.

Figura 2: Andamento FTSE Italia PIR STAR Index



Fonte: FTSE Russel factsheet, FTSE Italia PIR STAR

La figura 2 rappresenta l'andamento a un anno FTSE Italia PIR PMI Star. Questo indice, che nel corso del 2017 era stato il miglior indice con una performance del 41%, ha chiuso il 2018 con un rendimento negativo del 16,5%, collocandosi comunque tra i migliori. Il peggiore è stato l'indice FTSE Italia PIR PMI Plus (che raccoglie le 80 società più liquide e capitalizzate dell'indice FTSE Italia Mid Cap, sempre escludendo quelle straniere e quelle già quotate nel FTSE MIB) con un rendimento del -18,7% (quando nel 2017 aveva registrato un più 34,3%). Tra i peggiori indici vanno citati proprio quei tre indici che indicano l'andamento delle azioni

che possono entrare a far parte dell'attivo di un fondo PIR Compliant (ovvero gli indici FTSE Italia PIR PMI All, FTSE Italia PIR Mid Cap, FTSE Italia PIR MID Small Cap che chiudono rispettivamente con -17,7%; -17,1% e -18,1%). Il fatto che tali indici siano i peggiori è dovuto alle stesse ragioni sopra indicate per cui i fondi PIR Compliant azionari siano stati i peggiori (ovvero elevata volatilità del mercato italiano e maggior rischio)⁷.

Nonostante il 2018 sia stato un anno caratterizzato da forte incertezza, rendimenti negativi e da una raccolta di risorse ben al di sotto delle aspettative non si possono trarre conclusioni definitive in merito alla scarsa efficacia dei PIR in quanto sono strumenti di investimento di lungo termine. Infatti, non si può prevedere come i PIR si comporteranno nei prossimi tre anni. Segnali positivi sono già arrivati nel mese di Gennaio 2019, poiché i rendimenti dei PIR sono tornati a essere positivi, anche in maniera significativa. Grazie al recupero generale dei listini che si è verificato non solo nel mercato finanziario italiano, ma anche in quello mondiale, alcuni fondi hanno registrato performance positive: in particolar modo il fondo Axa Framlington Italy che ha registrato un rendimento del 12,1%; Credit Suisse IF 11 Itali Equity Fund (11,1%) e due fondi gestiti da Amundi (ovvero i fondi Amundi Sviluppo Italia A e Amundi Sviluppo Italia B, entrambi godono di rendimenti superiori al 10%), ma rialzi significativi si sono verificati nella maggior parte dei fondi PIR.⁸ Se è vero che il 2019 si è aperto in maniera positiva, risolvendo il morale e le speranze di investitori e intermediari finanziari, è anche vero però che il 2019 si preannuncia un anno difficile per i PIR, sia per via delle novità legislative introdotte con la nuova legge di bilancio, sia, in parte, per la nuova concorrenza "europea" che i PIR dovranno affrontare.

⁷ Dati ricavati dalle schede informative dei vari indici consultabili su <https://www.ftse.com/products/indices/italia-it>

⁸ DELLA VALLE I. 2019. I rendimenti dei PIR rialzano la testa [online]. *Il sole 24 Ore*. Disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/risparmio/2019-02-20/i-rendimenti-pir-2019-rialzano-testa-084420_PRV.shtml>

2.3 2019: I PIR 2.0 E GLI ELTIF

All'articolo 1, commi 211-215 della legge numero n. 145 del 30 Dicembre 2018 si prevede una riforma dei PIR con lo scopo di potenziare tale strumento ai fini di incanalare ancora più risorse verso le piccole medie imprese e le start-up caratterizzate da elevata potenzialità di crescita. Inoltre, la nuova normativa cerca di rendere più efficaci i PIR per le società dell'indice AIM Italia, che hanno visto una raccolta di capitale sotto le aspettative iniziali. A tal fine il testo della legge, entrata in vigore dal 1° gennaio 2019, prevede che i PIR investano almeno il 3,5% su venture capital e un ulteriore 3,5% in azioni di PMI quotate nell'indice AIM Italia. Tale normativa costituisce solo una forma di aiuto al venture capital e alle start up italiane presente nella manovra di bilancio: oltre alla riforma dei PIR il governo ha anche aumentato, tramite il ministero dello sviluppo economico, il fondo di sostegno al venture capital, introducendo anche un aumento della detrazione fiscale (dal 30% al 40%) per i soggetti che entrano a far parte del capitale di una nuova società, indipendentemente dal fatto che questi soggetti siano persone fisiche o persone giuridiche. La speranza del governo è quella di rendere questo segmento del mercato appetibile non solo ai piccoli risparmiatori italiani (che sono la maggior parte di coloro che sottoscrivono un PIR), ma anche a investitori stranieri, che spesso sono i soggetti che investono quote maggiori, e apportano più capitali a queste società.

Il "modus operandi" del governo ha sollevato dubbi e critiche da parte di molti investitori e istituzioni (come ad esempio la stessa Banca Italia), mentre trova favorevoli i principali investitori di fondi che, investendo in venture capital, intravedono la possibilità di sviluppare questa categoria in Italia, dove è poco sviluppato rispetto gli altri paesi dell'Unione Europea. Questi nuovi vincoli hanno colto di sorpresa le principali Società di Gestione del Risparmio che si sono trovate del tutto impreparate a questa novità. Numerose critiche sono state mosse contro i nuovi Piani Individuali di Risparmio (soprannominati PIR 2.0) in quanto non solo sono di difficile realizzazione, ma anche perché presentano dei rischi che vanno oltre il rischio di una perdita dovuta ad un rendimento negativo. Il punto critico è proprio la soglia minima da investire nel venture capital: molte società di gestione del risparmio, così come anche le associazioni dei risparmiatori (come ad esempio Assogestioni) denunciano come il mercato del venture capital sia troppo piccolo e troppo poco sviluppato per poter assorbire cifre importanti. Il rischio è quello di creare una bolla speculativa che possa minare l'intero mercato italiano del venture capital. Tale rischio era stato paventato durante i primi mesi del 2017, quando le società che raccoglievano più investimenti derivanti da fondi PIR Compliant vedevano le loro azioni, e di conseguenza la loro capitalizzazione, crescere in maniera rapida ed esponenziale non per il

fatto di aver migliorato la propria attività operativa o la loro gestione, quanto per il fatto che la domanda per questa tipologia di azioni era aumentata velocemente, per via di piccoli risparmiatori interessati solo al ritorno monetario defiscalizzato. Se questo pericolo non si è presentato durante il 2017, non si può escludere a priori per quanto riguarda l'anno in corso principalmente per due fattori: il primo riguarda la struttura stessa del mercato del venture capital. Tale mercato è assolutamente sottosviluppato e, come denunciato dalle principali SGR, assolutamente impreparato ad accogliere cifre importanti. Tale rischio non sembra però preoccupare la direttrice generale di Aifi (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital, e Private Debt), Anna Gervasoni, che in una intervista rilasciata al Sole24Ore, definisce il rischio che il mercato del venture capital non assorba tutta la liquidità derivante dagli investimenti "un falso problema" in quanto in grado di assorbire circa un miliardo di euro di investimenti. Il secondo elemento di rischio intravisto dagli investitori è proprio il fatto che queste start-up non sono quotate in un mercato regolamentato, facendo crescere ancora di più l'incertezza nei confronti di queste nuove aziende. Questa incertezza maggiore, dovuta anche da una maggior volatilità, che è del tutto fisiologica per imprese appena costituite, possono allontanare gli investitori che possono perdere interesse verso i PIR (sicuramente già drasticamente calato dopo le perdite avvenute durante il 2018), limitandone ancora di più la raccolta. Una ulteriore criticità è stata esposta da Assogestioni che ritiene estremamente difficile che un fondo comune aperto rivolto a piccoli risparmiatori investa il 3,5% del capitale in fondi di venture capital, essendo tale cifra troppo alta in considerazione del fatto che le quote dei fondi che investono in venture capital sono strumenti illiquidi (ovvero di difficile vendita).

Queste preoccupazioni sono state recepite dal governo in carica, che ha provveduto più volte a modificare i PIR 2.0 (eliminando per un momento l'obbligo del 3,5% ed inserendo una soglia progressiva crescente con il passare degli anni). Infatti, la normativa prevista sulla legge di bilancio è rimasta soltanto sulla carta, in quanto il governo rimandava la questione attuativa ad un apposito decreto del ministero dell'economia e finanze in congiunta con il MISE, entro 120 giorni dall'entrata in vigore della legge. Pertanto, per i primi 4 mesi del 2019 i PIR 2.0 sono stati bloccati, impedendo alle società di gestione del risparmio e le banche di venderli, e impedendo ai risparmiatori di sottoscriverne di nuovi, anche perché i fondi PIR Compliant che erano stati precedentemente costituiti hanno automaticamente perso la loro qualifica di fondo PIR Compliant, non rispettando il requisito sopraindicato e permettendo solo a coloro che avessero investito in PIR nei due anni precedenti di investire capitali sui PIR già sottoscritti.

Nei primi tre mesi del 2019 la raccolta netta dei PIR è stata negativa, ovvero le cifre riscattate dagli investitori (che quindi non hanno sfruttato il beneficio fiscale) sono state maggiori dei

nuovi conferimenti. A fronte di un saldo netto di 57,9 milioni di euro registrato a gennaio, il mese di febbraio ha visto chiudere la raccolta netta in rosso per 15,7 milioni di euro, per poi scendere ancora a marzo, con una perdita aggiuntiva di 35,8 milioni di euro, impedendo di sfruttare i rialzi verificatosi in borsa in questi primi mesi e la vitalità che i mercati finanziari sono riusciti a ritrovare dopo l'ultimo trimestre del 2018. Questo è stato un chiaro segnale di come gli investitori, poco propensi al rischio, abbiano perso fiducia nei confronti di questo strumento sia per l'indecisione generata dal governo, sia per le perdite consistenti che si sono verificate durante il 2018.

Il decreto attuativo è stato varato il 30 Aprile e pubblicato in gazzetta il 7 maggio scorso precisa anche che sono considerati ammissibili gli investimenti sia a titolo di equity, sia a titolo di quasi-equity. Quest'ultimo è un tipo di finanziamento che si colloca tra equity e debito, e che presenta un rischio inferiore rispetto al capitale primario. Inoltre, le società di Venture Capital non devono aver ricevuto risorse oltre i 15 milioni di euro (eventuali investimenti sopra tale limite saranno possibili soltanto se non si è superata la quota dei 15 milioni o se ulteriori investimenti sono previsti dal piano aziendale) né devono essere quotate sui mercati regolamentati e né devono essere operative da più di sette anni.

Sono state proprio le precisazioni contenute nel decreto attuativo a sollevare la critica più forte e autorevole ai PIR 2.0: la Banca d'Italia ha infatti denunciato come i PIR, così come risultano dalle nuove normative, riducano la possibilità di diversificare l'intero portafoglio aumentando il rischio di perdite dovute alle fluttuazioni di mercato. Qualora tali perdite si verificassero avrebbero effetti direttamente sul patrimonio dei risparmiatori, che potrebbero portare ad un crollo ulteriore della fiducia dei piccoli risparmiatori verso le banche e gli intermediari finanziari che distribuiscono tali strumenti, riducendo la possibilità di raccogliere nuove risorse presso i risparmiatori.

A tutte queste incertezze e problematiche, va aggiunto il fatto che la sottoscrizione di nuovi PIR potrebbe essere fortemente ostacolata dalla concorrenza degli ELTIF (European Long-Term Investment Fund). Tali fondi (soprannominati forzatamente "PIR europei"), regolamentati dalla normativa UE 2015/760, sono un mezzo per "mobilitare e convogliare capitali verso investimenti europei a lungo termine nell'economia reale"⁹. Si capisce fin da subito come le finalità di questi nuovi fondi (che sono stati istituiti nel 2015 ma sono diventati operativi solamente quest'anno) siano del tutto simili a quelle dei PIR. Tuttavia, gli ELTIF presentano una struttura diversa dai PIR in quanto i primi sono dei fondi chiusi, mentre i secondi sono dei

⁹ European long-term investment funds (ELTIFs) - Regulation (EU) 2015/760

fondi aperti. Inoltre, laddove il portafoglio dell'investitore eccede l'ammontare di 500mila euro, è previsto un investimento minimo di almeno 10 mila euro e un limite di concentrazione tale per cui l'investimento non può eccedere il 10% del valore del portafoglio. Proprio per il fatto che gli ELTIF si presentano come un fondo chiuso, questi ultimi possono risultare più efficaci nell'attrarre più risorse finanziarie verso l'economia reale, intento nel quale i PIR sembrano aver fallito. Infatti, un ELTIF deve investire almeno il 70% del capitale in PMI europee (anche quelle società che investono in attività immateriali come la ricerca) con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro. Inoltre, per il fatto di essere fondi chiusi, tale strumento è ideale per raccogliere quote di strumenti illiquidi come investimenti in venture capital. In Italia sono stati aperti due fondi ELTIF (tutti e due aperti nel 2019): il primo fondo ELTIF è stato aperto da Eurizon, già leader nella raccolta nei PIR e che prosegue la sua politica di sostegno alle PMI italiane (vincolando l'investimento per sette anni), mentre il secondo ELTIF è stato aperto da Muzinich & Co. In collaborazione con Cordusio SIM (società del gruppo Unicredit) e ha come obiettivo quello di offrire una possibilità di diversificazione degli investimenti, in modo da preservare il capitale investito difendendosi dal rialzo dei tassi d'interesse e dalla volatilità¹⁰. Da segnalare come sia Eurizon, sia Muzinich & Co indichino gli ELTIF come uno strumento solamente adatto a investitori esperti e ben formati finanziariamente.

Tuttavia, gli ELTIF si possono considerare uno strumento complementare ai PIR, in quanto se da un lato l'ELTIF può risolvere alcune problematiche presenti nel PIR (come la diversificazione geografica), è anche vero che i PIR sono più idonei al profilo del piccolo risparmiatore e rispondono meglio alla fisionomia del sistema economico italiano: si stima infatti che la raccolta degli ELTIF e dei PIR possa raggiungere la cifra di 70 miliardi di euro entro il 2021¹¹. Tale cifra può sembrare estremamente ottimistica ma si basa anche sull'interesse che i PIR hanno ritrovato, come indicato dai rendimenti che i "vecchi" PIR (in quanto i PIR 2.0 sono entrati in vigore dai primi giorni di maggio) hanno registrato nella prima parte del 2019.

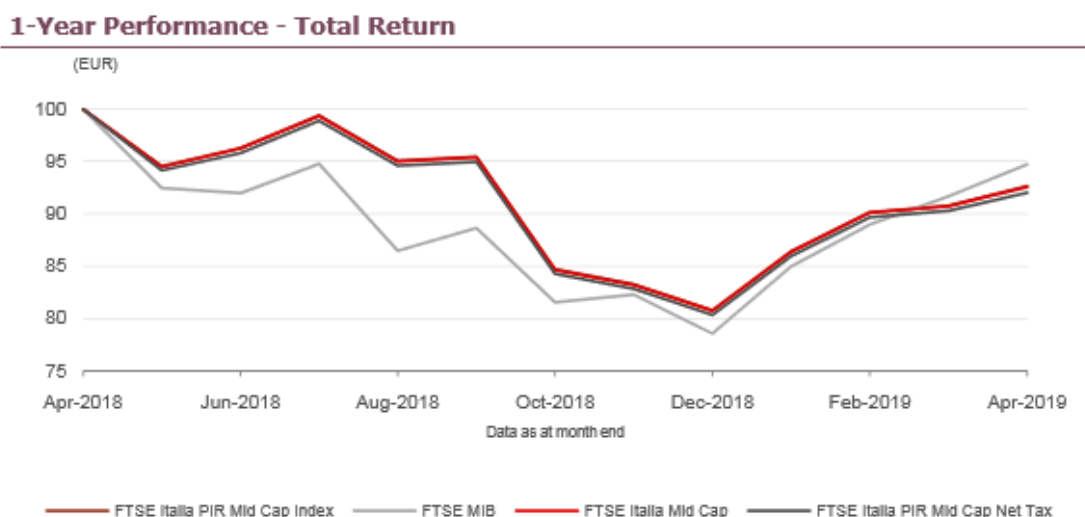
Prendendo i dati relativi al 30 Aprile 2019 notiamo come i fondi delle principali SGR abbiano quasi recuperato del tutto le perdite verificatesi nel 2018: il fondo Eurizon Progetto Italia 70 PIR ha avuto un rendimento del +13,57% nei primi quattro mesi del 2019 (il migliore della famiglia Eurizon), mentre il fondo Eurizon Progetto Italia 20 PIR e il fondo Eurizon Progetto Italia 40 PIR hanno registrato una performance rispettivamente pari a +5,3% e a +8,6%. Anche Amundi SGR ha recuperato quasi completamente le perdite dell'anno precedente, infatti i fondi

¹⁰ INCORVATI L. 2019. Arriva sul mercato il secondo ELTIF [online]. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/-arriva-mercato-secondo-eltif--ABvBeUiB>>

¹¹ ANON. 2019. Risparmio, Eltif e Pir possono raccogliere 70 miliardi al 2021 [online]. *Il Messaggero*. Disponibile su <https://www.ilmessaggero.it/economia/news/pir_eltif_risparmio-4513164.html>

Amundi Valore Italia PIR e Amundi Dividendo Italia B con performance pari a +7,9% e +16,2% (il migliore tra i fondi delle principali SGR più attive nei PIR). Tale inversione di tendenza si può notare con particolare evidenza nel grafico in figura 3 e ricavato dai report sugli indici relativi ai PIR pubblicati dalla società FTSE Russel. In particolare, si noti come l'indice FTSE Italia PIR Mid Cap abbia subito una costante decrescita fino a dicembre per poi completamente cambiare inversione proprio a partire dal nuovo anno. Tale indice è affiancato al FTSE MIB (per paragonarlo all'andamento generale del mercato borsistico italiano) e all'indice AIM Italia (per confrontarlo con l'andamento generale delle PMI in Italia). Risulta evidente come questi indici abbiano più o meno la stessa correlazione positiva nel corso del tempo.

Figura 3. Andamento indice FTSE Italia PIR Mid Cap



fonte: FTSE Russel factsheet, FTSE Italia PIR STAR

Il 2019 ha dimostrato come i PIR siano uno strumento altamente volatile e come sia ancora troppo presto per esprimere un giudizio sulla loro efficacia e redditività. Il rischio è quello di non riuscire più a ottenere risorse importanti come quelle raccolte nel 2017, sia perché il mercato offre strumenti meno volatili, sia perché gli investitori rischino di considerare il PIR sottoscritto come uno strumento troppo volatile di cui liberarsene non appena si presenti un guadagno. La speranza è che il 2019 continui nel segno positivo che ha caratterizzato i primi mesi, così da suscitare nuovo interesse presso la platea dei piccoli risparmiatori attratti anche dalla possibilità di profitto offerte dal Venture Capital.

Capitolo 3: INVESTIPER ITALIA PIR 25 E INVESTIPER ITALIA PIR 50

Tra gli intermediari finanziari operanti in Italia un ruolo determinante è svolto da quelle banche che si impegnano a erogare il credito e servizi finanziari a persone fisiche e giuridiche che operano in un particolare territorio in cui l'intermediario è ben radicato e che ha come soci proprio queste persone fisiche e giuridiche: tra questi intermediari i più attivi in Italia sono le banche di credito cooperativo. Queste istituzioni hanno come attività principale l'erogazione del credito, ma spesso erogano anche servizi finanziari che riscuotono particolare successo presso investitori locali. Guardando quindi alla realtà di Padova e della sua provincia, caratterizzata da piccole imprese e da investitori individuali che sono poco propensi al rischio e che investono poche somme di denaro, i servizi offerti dalle banche di credito cooperativo godono di maggior interesse di quelli offerti da grandi istituti, per via di un rapporto più diretto e fiduciario. Tra le banche di credito cooperativo che rivestono un ruolo di primo piano in tutta la provincia troviamo il Gruppo Bancario Cooperativo ICCREA. Tale gruppo raggruppa banche di credito cooperativo lungo tutto il territorio nazionale (raggruppando 142 BCC) e conta oltre 750mila soci con oltre 4 milioni di clienti. Nel territorio della provincia di Padova, ICCREA ha da poco inglobato la BCC Patavina (nata dalla fusione della BCC sant'Elena e dalla BCC di Piove di Sacco), la quale è molto radicata nel territorio della provincia. Con l'ingresso di tale banca nel gruppo ICCREA, banca Patavina ha uniformato i propri prodotti a quelli che offre la capogruppo e i primi prodotti offerti alla clientela ad essere stati uniformati sono proprio i Piani Individuali di Risparmio. Come si può notare nella tabella 1, il gruppo ICCREA è stato uno dei gruppi più attivi per quanto riguarda la raccolta dei PIR durante il 2017, avendo registrato una raccolta netta di 216,2 milioni di euro (più di grandi banche come Deutsch Bank e Allianz). La raccolta netta ha però subito una battuta d'arresto nel corso del 2018, registrando un saldo negativo di circa 33 milioni di euro¹². La società di gestione del risparmio BCC Risparmio e Previdenza, ovvero la SGR che fa capo a ICCREA, offre due fondi PIR Compliant: "Investiper Italia PIR 25", e "Investiper Italia PIR 50". Questi due fondi nascono per soddisfare i diversi profili di rischio dei potenziali investitori a cui ICCREA si rivolge: mentre il primo segue una politica di investimento in cui le azioni costituiscono solamente il 20% del totale dell'attivo, e quindi si ha un rischio e una volatilità minore, il secondo dispone di un attivo perfettamente bilanciato, dove le azioni sono esattamente la metà del capitale investito. Questa politica è stata

¹² DELLA VALLE I. 2019. Nel 2018 in caduta libera la raccolta dei fondi comuni: soltanto 71 milioni [online]. *Il sole 24 Ore*. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/nel-2018-caduta-libera-raccolta-fondi-comuni-soltanto-71-milioni-AEfnH6LH>>

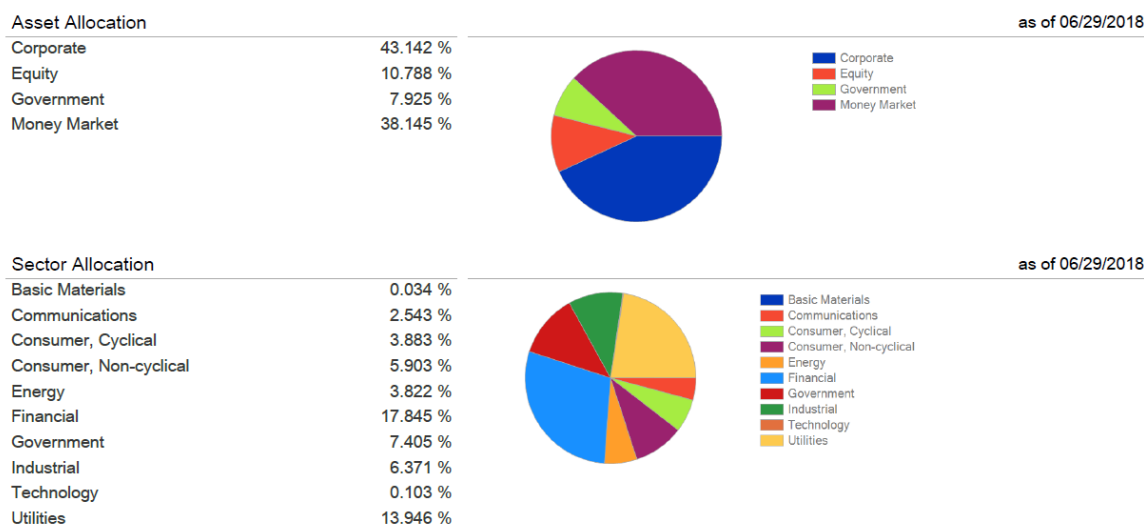
seguita anche dal Gruppo Impresa SanPaolo (si veda i diversi fondi Eurizon) ma, mentre quest'ultima offriva la possibilità di investire in un fondo con un altro profilo di rischio per l'elevata quota di azioni contenute al suo interno (EURIZON PROGETTO ITALIA 70) e quindi destinato a investitori più esperti, il gruppo ICCREA ha preferito rivolgere i propri servizi a un pubblico di piccoli investitori inesperti e poco propensi al rischio.

Il fondo Investiper Italia PIR 50 è un fondo bilanciato costituito per il 53,43% da azioni, dal 21,27% da obbligazioni e dal 22,52% da altri strumenti finanziari. Il restante 2,68% è costituito da liquidità, ma bisogna specificare come il fondo di investimento assuma una posizione corta e lunga proprio per quanto riguarda l'investimento in liquidità: in particolare, il 19,41% dell'asset allocation è costituita da investimenti in liquidità (posizione lunga), mentre il 16,64% dell'investimento in liquidità è investito adottando una posizione corta. Una posizione "short" è adottata anche nelle obbligazioni e in altri strumenti finanziari, ma le percentuali corrispondenti sono esigue in confronto alla totalità del patrimonio promosso dal fondo. L'adozione di una posizione corta in alcuni investimenti aumenta inevitabilmente il rischio dell'investimento, e di conseguenza il rendimento atteso.

La SGR ha deciso di non attuare una politica di investimento simile per il fondo Investiper Italia PIR 25, attuando una politica diretta e "semplice". Quest'ultimo fondo rientra infatti nella categoria dei bilanciati obbligazionari, e investe in azioni (28,44%), obbligazioni (71,04%) e in misura quasi irrilevante in liquidità (0,48%).

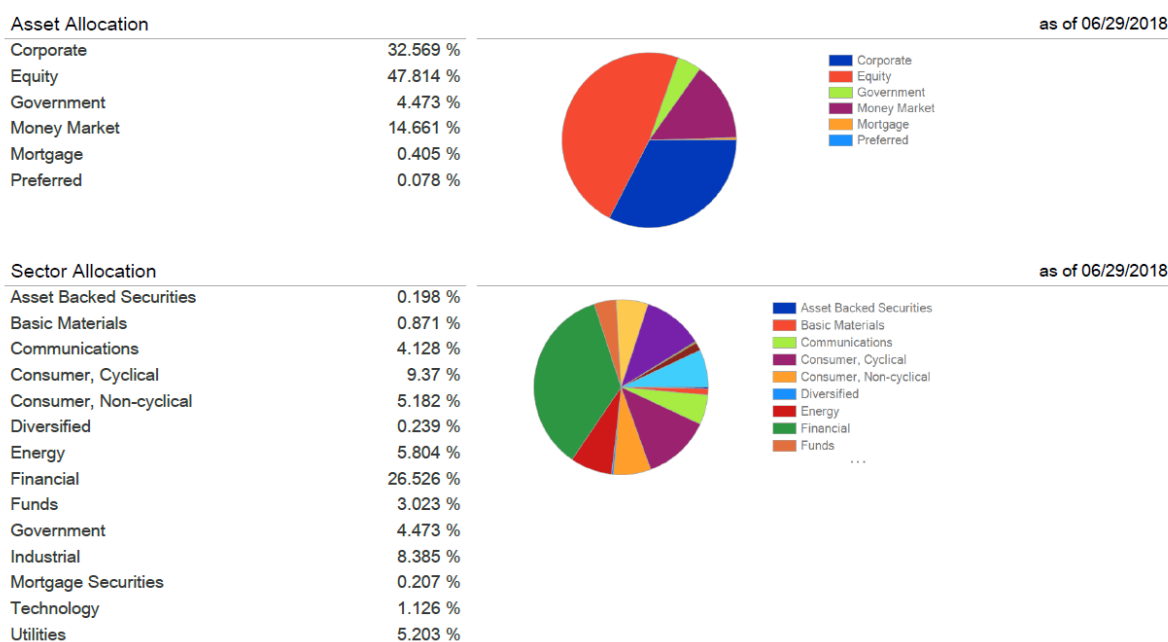
Osservando la diversificazione geografica dei fondi si nota come i due fondi investano nelle stesse regioni del mondo con ovvia predominanza dell'area Euro, per via dei vincoli dettati dalla legge, seguita poi in una percentuale estremamente minore (6,11% per il fondo Investiper Italia PIR 50, mentre solo il 4,64% per Investiper Italia PIR 25) da strumenti finanziari statunitensi. Osservando i settori in cui i fondi hanno investito, si nota subito come il portafoglio sia ben diversificato, non essendoci una predominanza netta di un particolare settore rispetto agli altri. Come evidenziato nelle figure 4 e 5, il settore in cui la SGR ha deciso di investire di più in entrambi i fondi è il settore finanziario, seguito poi dai beni industriali quasi nella stessa proporzione tra i due fondi, e nel settore dei beni di consumo ciclici. Quest'ultima categoria gode di una rappresentanza maggiore nel fondo Investiper Italia PIR 25 rispetto al fondo Investiper Italia PIR 50.

Figura 4: Diversificazione Investiper Italia PIR 25



Fonte: Bloomberg.com

Figura 5. Diversificazione Investiper Italia PIR 50



Fonte: Bloomberg.com

L'elemento che però differenzia maggiormente i due fondi, oltre alla quota azionaria, è rappresentato dai principali titoli nei quali essi investono (ricordando che i fondi PIR Compliant investono in quote di altri fondi). Il fondo Investiper Italia PIR 25 è più diversificato del fondo Investiper Italia PIR 50: infatti, il titolo più rappresentato (Eni S.p.A) nel primo fondo ha una quota pari al 3,24% del totale dell'attivo, contro una percentuale superiore al 20% per quanto riguarda il titolo più rappresentato nell'attivo dell'altro fondo. Tale politica di diversificazione

la si può inquadrare nell'esigenza della SGR di ridurre il profilo di rischio del fondo per attrarre piccoli investitori poco propensi al rischio. Come si può notare dalla figura 6 il fondo ha registrato una performance positiva durante il 2017 ed è stato uno dei fondi più performanti durante il 2018 (nonostante il suo rendimento fosse comunque negativo). Tale risultato è stato reso possibile grazie alla politica della SGR di diversificazione e di tutela del piccolo investitore da eventuali shock macroeconomici che si possono verificare (si pensi alla frenata dell'economia che si è verificata nel primo trimestre del 2019). Il fattore che ha più influenzato negativamente il rendimento del fondo è il sentimento che è stato manifestato dagli investitori nel corso del 2018 di una normalizzazione dei tassi di interesse applicati dalle banche centrali, aumentando la volatilità del mercato obbligazionario.

Figura 6. Rendimento Investiper Italia PIR 25



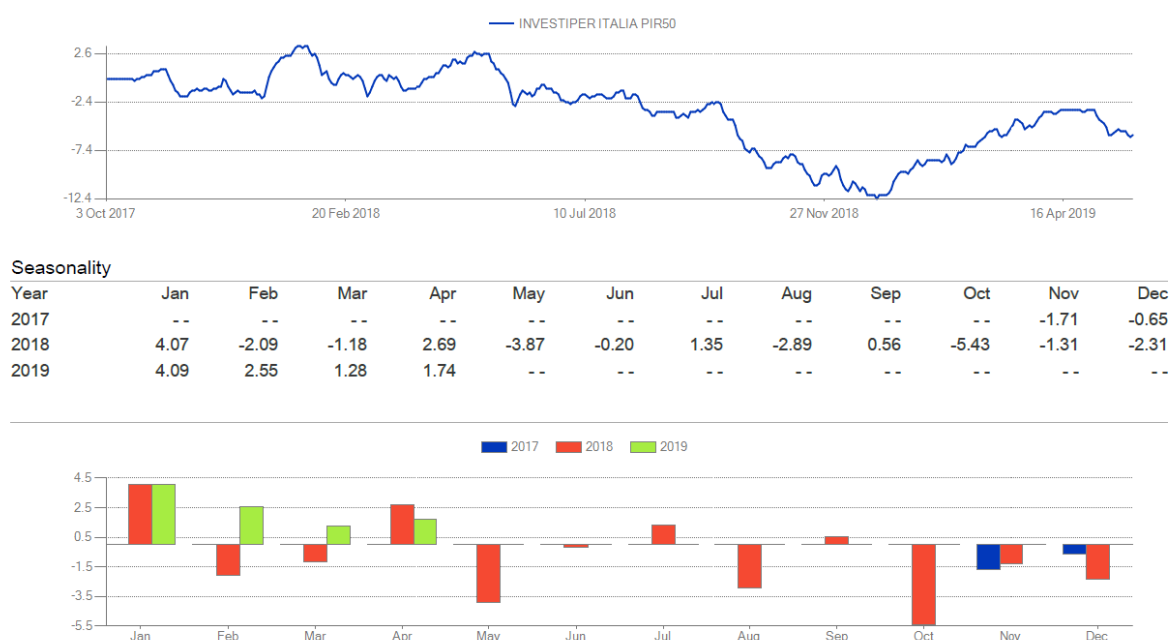
Fonte: Bloomberg.com

Estremamente volatile è stato anche il mercato delle obbligazioni sovrane e, in particolare, le obbligazioni dallo stato italiano, per via della nascita del nuovo governo e la trattativa tra il governo italiano e la commissione europea sulla manovra di bilancio (infatti tale fondo investe una quota pari al 7% dell'attivo in titoli di stato). Infatti, dalla figura 6 si nota come i rendimenti peggiori siano stati registrati nei mesi di Maggio 2018, durante la trattativa per la formazione del nuovo governo, e Ottobre del 2018 (trattativa con l'Unione Europea per la manovra di bilancio)

Il fondo Investiper Italia PIR 50 ha registrato rendimenti peggiori del fondo Investiper Italia PIR 25: tale fondo ha registrato delle performance leggermente al di sotto delle attese per quanto

riguarda il 2017, mentre per quanto riguarda il 2018 il ribasso è stato in linea con quello registrato da altri fondi della sua stessa categoria (avendo registrato una performance negativa per il 10,8%). La SGR è riuscita a limitare le perdite cambiando più volte la componente azionaria nel corso dell'anno. Inizialmente il fondo aveva una quota azionaria pari al 65% dell'attivo, e tale componente azionaria ha permesso al fondo di registrare una performance pari al 4% durante il mese di gennaio (probabilmente sulla spinta dei rendimenti che si sono avuti durante il 2017). Tale rendimento ha tuttavia subito una drastica inversione di tendenza durante il 2018, che ha portato la società a ridurre la quota azionaria dal 65% al 50%, per poi attestarsi al 45% a partire dalla fine del terzo trimestre, quando ormai i rendimenti erano in costante calo, come evidenziato dalla figura 7.

Figura 7. Rendimento Investiper Italia PIR 50



Fonte: Bloomberg.com

Nel rapporto annuale sulla gestione dei fondi di investimento pubblicato dalla SGR viene riportato che la motivazione principale che ha portato il fondo a perdere oltre il 10% è la perdita di oltre il 90% delle classi dell'attivo del fondo. Tale perdita è dovuta principalmente alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, insieme alle tensioni sui mercati emergenti (come ad esempio la Turchia) e sui conti pubblici italiani. Tale clima di sfiducia del mercato ha completamente annullato i benefici che la SGR cercava di ottenere da una diversificazione del fondo attenta e ben studiata (cfr. figure 4 e 5). Il fondo investe in numerosi settori che tra di loro hanno poco in comune e che dovrebbero abbassare il rischio totale del fondo, ma che per

motivi diversi hanno tutti risentito delle tensioni e della sfiducia globale dei mercati durante il 2018.

Dalle figure 6 e 7 si può osservare come nel corso del 2019 questi fondi hanno registrato delle ottime performance: il fondo Investiper Italia PIR 50 al 30 aprile aveva un rendimento del +10%, contro il +7,3% di Investiper Italia PIR 25. Entrambi i fondi hanno quasi recuperato le perdite registrate nel 2018. Tuttavia, questo recupero sembra essere dovuto non tanto al PIR in sé, o a cambiamenti di politiche di investimento da parte della SGR, quanto sembra essere dovuto a un generale miglioramento della situazione dei mercati finanziari.

L'andamento dei due fondi PIR evidenzia non solo l'alta volatilità di questo strumento, ma anche la quasi impossibilità delle SGR di limitare le perdite. A fronte di un anno negativo BCC Risparmio e Previdenza SGR non è stata in grado di limitare le perdite, nonostante i cambiamenti nella politica di investimento. Il 2019 si prospetta un anno assolutamente positivo per i fondi Investiper Italia PIR che promettono di recuperare le perdite dell'anno precedente, senza dimenticare che le tensioni macroeconomiche che possono determinare un nuovo periodo di perdite nei mercati azionari sono sempre alte. Bisognerà osservare anche se la SGR avrà intenzione di trasformare questi fondi in fondi PIR Compliant alla legge di bilancio 2019, e quali saranno i risultati. Qualora infatti la SGR non si conformerà alla nuova normativa tale strumento rischia di diventare un fondo senza alcun obiettivo concreto oltre a quello puramente speculativo.

CONCLUSIONI

In questi due anni e mezzo di attività i PIR hanno mostrato di essere uno strumento finanziario molto altalenante e ingannevole. Da un lato, non è assolutamente da trascurare il loro fine utile e le loro potenzialità, dall'altro, sono da considerare tutte le enormi difficoltà che hanno incontrato.

L'obiettivo di reperire risorse da destinare alle PMI può considerarsi raggiunto anche se in maniera molto discontinua, considerando che nel loro primo anno sono stati raccolti 10,9 miliardi di euro contro i 3,9 miliardi del 2018. Questo andamento discordante rischia di far perdere fiducia agli investitori, anche per le incertezze generate dalle continue modifiche normative. Questa incertezza si può percepire dalla raccolta negativa registrata nei primi mesi del 2019, nonostante i rendimenti siano tornati positivi.

Sicuramente i PIR avrebbero dovuto e potuto essere dotati di un impianto normativo adeguato e coerente con l'orizzonte temporale di medio lungo termine. Di fatto, i continui cambiamenti normativi che si sono susseguiti non hanno aiutato gli investitori interessati a questo strumento. Il legislatore deve essere in grado di porsi un obiettivo da raggiungere con i PIR in un determinato orizzonte temporale senza dover modificare questo strumento ogni anno.

Allo stesso tempo, le SGR dovrebbero adottare delle politiche di investimento che non siano così influenzabili dall'andamento generale del mercato finanziario. Certe politiche di investimento devono essere riviste considerando le perdite che alcuni fondi hanno registrato, proprio come si è cercato di fare con il fondo Investiper Italia PIR 50.

Il rischio più grande è che i PIR diventino uno strumento completamente inefficace e trascurato dalla platea degli investitori. L'impossibilità di sottoscrivere un PIR per 4 mesi per la mancanza del decreto attuativo può aver completamente distolto l'attenzione di nuovi potenziali investitori che guardano con più interesse altri nuovi strumenti finanziari come gli ELTIF.

Anche i soggetti che investono possono essere responsabili di un eventuale fallimento dei PIR. La loro caratteristica di fondi aperti permette ai sottoscrittori delle quote di liberarsene quando vogliono, sottraendo risorse alle PMI proprio nel momento del bisogno. Sicuramente la possibilità di ottenere delle plusvalenze detassate è stato l'aspetto che più ha attirato gli investitori, ma non bisogna dimenticare che il vero vantaggio di questo strumento consiste nel dare nuova vitalità all'intero sistema economico italiano. Chi sottoscrive un PIR deve avere una visione temporale lunga, sopportando eventuali perdite che possono essere recuperate solamente se non si privano i fondi e le PMI delle risorse appena concesse.

Il 2019 si prospetta un anno iniziato allo stesso tempo bene (per via dei rendimenti) e male (per via della raccolta netta). L'obiettivo di breve termine deve essere quello di ristabilire una fiducia in questo strumento simile a quella di cui godeva nel 2017. I rendimenti positivi possono aiutare in questo obiettivo e possono suscitare nuovo interesse. Se si riuscisse in un breve periodo a ristabilire la fiducia che i PIR avevano nel primo anno di vita ed a conservare questa fiducia nel corso degli anni seguenti, allora i PIR avrebbero tutte le potenzialità per essere lo strumento con cui far rinascere il sistema economico italiano. Se invece la raccolta continua ad essere negativa e l'interesse egoistico anteposto all'interesse generale allora i PIR saranno l'ennesima occasione mancata per rafforzare l'economia italiana.

BIBLIOGRAFIA

ANON. 2017. Fondi aperti PIR Compliant. Una guida alla lettura delle statistiche [online]. *Assogestioni*. Disponibile su < <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,147,12131,0,html/fondi-aperti-pir-compliant-una-guida-alla-lettura-delle-statistiche>>

BCC RISPARMIO&CONVENIENZA SGRpA. 2018. “Relazioni annuali dei fondi di investimento” [online]. Disponibile su < <http://www.morningstar.it/it/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000YWE3&tab=12>>

CELLINO M. 2019. La Parabola (senza fine) dei PIR, ridotte a meno di un terzo le stime sulla raccolta [online]. *Il sole 24 Ore*, disponibile su < <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-05-15/la-parabola-senza-fine-pir-ridotte-meno-un-terzo-stime-raccolta-180159.shtml>>

DELLA VALLE I. 2015. Gli ELTIF puntano sulle infrastrutture (ma nel lungo termine) [online]. *Il sole 24 ore*. Disponibile su < <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-03-25/gli-eltif-puntano-infrastrutture-ma-lungo-termini-224519.shtml>>

DELLA VALLE I. 2018. I “piani” si avviano a chiudere l’anno a quota 4 miliardi. *Il Sole 24 Ore Plus24*. N.844. pag.3

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

DELLA VALLE, I. 2019. PIR, raccolta in rosso anche a marzo. *Il Sole 24 Ore, Plus24*, N.861 p6

FTSE RUSSEL. 2019. FTSE Italia PIR Mid Cap Index [online]. Disponibile su <<https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/temp/10440fd9-e12c-45ed-927e-af85b529e0db.pdf>>

FTSE RUSSEL. 2019. FTSE PIR PMI ALL Index [online]. Disponibile su <<https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/temp/6353b946-6ca2-48ec-b810-073961593e7b.pdf>>

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

L. 30 dicembre 2018 n. 145, Art.1 commi 211-214

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP. BORSA ITALIANA S.P.A. 2017. *FTSE Italia PIR Mid Cap Futures; Italian mid cap companies have a big future* [online]. Disponibile su < <https://www.borsaitaliana.it/derivati/derivati/ftseitaliapirmidcapfutures.htm>>

MINISTERO DELL’ECONOMIA E FINANZA. 2017.“Linee guida per l’applicazione della normativa sui piani individuali di risparmio” [online]. Disponibile su <<https://www.finanze.it/export/sites/finanze/it/.content/Documenti/Varie/LINEE-GUIDA-PIR.pdf>>

Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (Testo rilevante ai fini del SEE)

URSINO G. 2019. PIR, un silenzio che costa caro al mercato. *Il Sole 24 ore, Plus 24*. N.861
Pag. 4-5