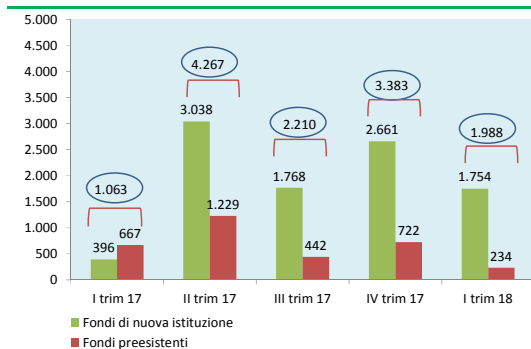
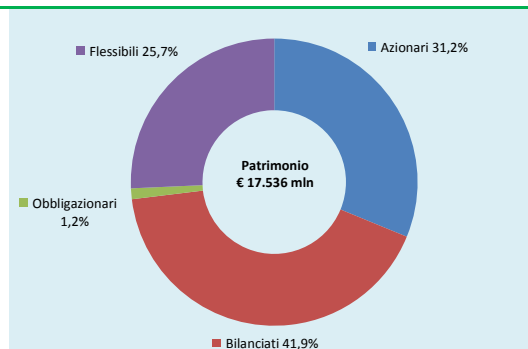


Fondi aperti Pir compliant: raccolta netta (mln di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi aperti Pir compliant: composizione del patrimonio (quote %; dati a marzo 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

A poco più di un anno dal lancio, i **Piani Individuali di Risparmio (Pir)**, nati con l'obiettivo di veicolare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane, **hanno riscosso un successo superiore alle attese**. Nel primo trimestre del 2018 sono stati raccolti circa 2 mld di euro, che si aggiungono ai 10,9 mld del 2017. A fine marzo 2018 il patrimonio gestito ha raggiunto i 17,5 mld di euro. Complessivamente la raccolta in Pir ha costituito nel 2017 l'11% della raccolta totale del risparmio gestito.

Sono circa 800 mila i risparmiatori che hanno acquistato i Pir: di questi circa 500 mila si sono affidati a un fondo comune per la prima volta. Per il sistema fondi si tratta di un'opportunità per ampliare ulteriormente la base clienti. L'investimento medio ammonta a 13.700 euro e il 17% dei sottoscrittori ha investito 30mila euro, la cifra massima annuale consentita dalla normativa.

Il potenziale di finanziamento dei Pir per le piccole e medie imprese ha trovato un riscontro nei dati. L'investimento medio dei Pir nel segmento di mercato relativo alle azioni e obbligazioni di società emittenti non appartenenti al FTSE Mib ammonta al 43% del patrimonio, che sale al 50% per i Pir azionari. Si tratta di un valore più che doppio rispetto al 21% minimo imposto dalla normativa per consentire l'accesso ai benefici fiscali. Si calcola che i Pir detengano 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.

n. 21

1 giugno 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Risparmio gestito: il mercato dei Pir a un anno dal lancio

S. Ambrosetti  stefano.ambrosetti@bnlmail.com

A marzo 2018 il patrimonio del risparmio gestito presenta un valore di poco inferiore ai 2.100 mld di euro. Rispetto al 2011, ultimo anno di flessione registrato dall'industria, le attività gestite sono più che raddoppiate per effetto di una crescita media annua prossima ai 200 mld di euro. La raccolta netta nel primo trimestre dell'anno è stata sostenuta dal comparto relativo alle gestioni collettive. Tra gennaio e marzo 2018 il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti di fondi comuni è stato pari a 12 mld di euro. Il maggior contributo alla dinamica della raccolta è ascrivibile ai fondi flessibili e a quelli azionari, a fronte di un saldo negativo evidenziato dal comparto dei fondi obbligazionari e da quello dei monetari.

A poco più di un anno dal lancio, i Piani Individuali di Risparmio (Pir), nati con l'obiettivo di veicolare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane, hanno riscosso un successo superiore alle attese. Nel primo trimestre del 2018 sono stati raccolti circa 2 mld di euro, che si aggiungono ai 10,9 mld del 2017. A fine marzo 2018 il patrimonio gestito ha raggiunto i 17,5 mld di euro. Complessivamente nel 2017 la raccolta in Pir ha costituito l'11% della raccolta totale del risparmio gestito.

Sono circa 800 mila i risparmiatori che hanno acquistato i Pir: di questi circa 500 mila si sono affidati a un fondo comune per la prima volta. Per il sistema fondi si tratta di un'opportunità per ampliare ulteriormente la base clienti. L'investimento medio ammonta a 13.700 euro e il 17% dei sottoscrittori ha investito 30mila euro, la cifra massima annuale consentita dalla normativa.

Il potenziale di finanziamento dei Pir per le piccole e medie imprese ha trovato un riscontro nei dati. L'investimento medio dei Pir nel segmento di mercato relativo alle azioni e obbligazioni di società emittenti non appartenenti al FTSE Mib ammonta al 43% del patrimonio, che sale al 50% per i Pir azionari. Si tratta di un valore più che doppio rispetto al 21% minimo imposto dalla normativa per consentire l'accesso ai benefici fiscali. Si calcola che i Pir detengano 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.

Nel primo trimestre 2018 in Italia l'attività economica ha continuato a crescere, anche se a ritmi inferiori rispetto al periodo precedente. La spesa e il potere d'acquisto delle famiglie sono aumentati in misura contenuta, mentre continuano a crescere le attività finanziarie delle famiglie. Nel 2017 la ricchezza finanziaria lorda pro capite ha superato 70.000 euro, un valore di poco inferiore al livello massimo raggiunto prima della crisi. Parallelamente continua il processo di ricomposizione del portafoglio delle famiglie: a fronte di un aumento dei depositi e degli investimenti in strumenti del risparmio gestito, si registrano deflussi dal mercato delle obbligazioni bancarie, caratterizzato da ampi volumi di titoli in scadenza che non vengono rinnovati.

I corsi azionari, dopo la flessione registrata nel mese di febbraio in concomitanza con le turbolenze internazionali, hanno in parte recuperato beneficiando del consolidamento del quadro congiunturale e di una revisione al rialzo degli utili attesi delle società quotate. Le incertezze legate all'evoluzione del quadro politico italiano hanno tuttavia accentuato la volatilità dei titoli azionari e quella dei rendimenti a lungo termine dei titoli governativi.

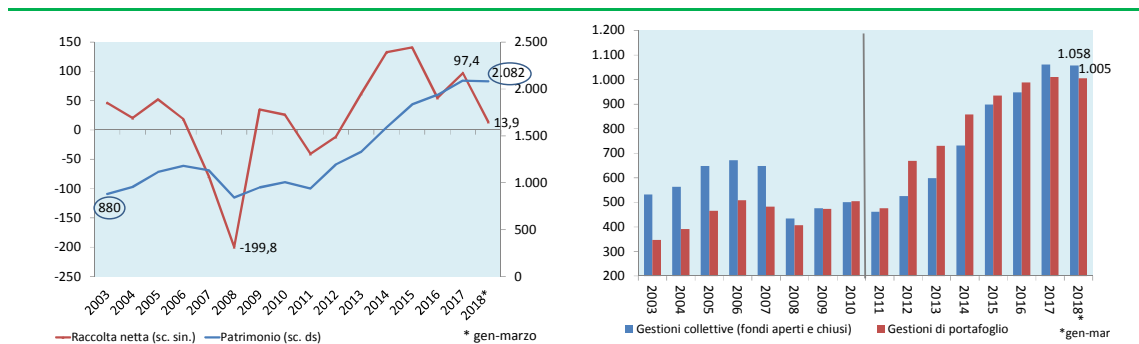


In questo contesto il mercato italiano del risparmio gestito ha chiuso in crescita il primo trimestre del 2018, continuando a marciare lungo un percorso di sviluppo che dura ormai da sette anni. I risparmiatori, anche in fasi di mercato caratterizzate da turbolenze, elevata volatilità e tassi di interesse prossimi allo zero, hanno continuato ad affidarsi alla gestione professionale del risparmio come soluzione di investimento. Rispetto al passato si registra una gestione più dinamica del portafoglio con passaggi più frequenti da una categoria di investimento all'altra in funzione dei trend di mercato e degli obiettivi personali di investimento.

A marzo 2018 il patrimonio del risparmio gestito si conferma su un valore di poco inferiore ai 2.100 mld di euro, in linea con quello registrato a fine 2017. Rispetto al 2011, ultimo anno di flessione registrato dall'industria, il patrimonio è più che raddoppiato per effetto di una crescita media annua prossima ai 200 mld euro. In poco più di sette anni le gestioni collettive (fondi comuni aperti e chiusi) sono passate da 481 a 1.057 mld di euro e le gestioni di portafoglio da 476 a 1.024 mld di euro.

L'industria del risparmio gestito in Italia

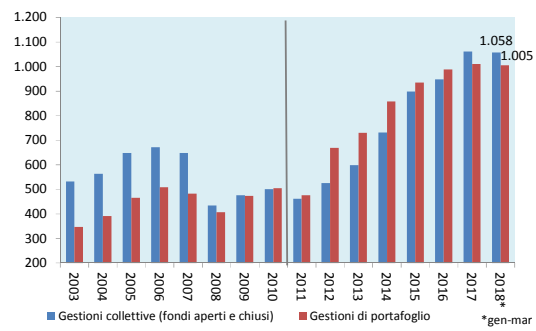
(mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

Italia: patrimonio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali

(mld di euro)



Fonte: Assogestioni

La composizione del patrimonio gestito evidenzia una sostanziale equipartizione delle masse gestite tra il comparto dei fondi comuni (aperti e chiusi) e le gestioni di portafoglio (GPF, GPM, Gestioni previdenziali e Gestioni di prodotti assicurativi). Il peso dei fondi comuni sul totale del risparmio gestito negli ultimi anni è progressivamente aumentato grazie a un ritmo di sviluppo più sostenuto rispetto alle gestioni patrimoniali. Il maggior slancio evidenziato dal mercato dei fondi ha portato questo comparto a sopravanzare le gestioni collettive a partire dallo scorso anno. Il comparto dei fondi detiene tuttavia un peso sul totale inferiore di sei punti percentuali rispetto a quello relativo a prima della crisi finanziaria (57%).

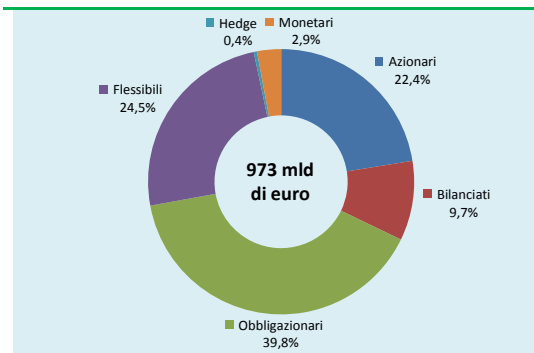
Tra i due grandi comparti del risparmio gestito, le gestioni di portafoglio nel primo trimestre dell'anno hanno evidenziato una moderata flessione del patrimonio (-0,2% rispetto a dicembre 2017) ed hanno registrato un flusso di raccolta netta pari a 4,3 mld di euro. Il patrimonio complessivo, che ammonta a 1.025 mld di euro, è costituito prevalentemente da gestioni di prodotti assicurativi (717 mld), mentre quelle di patrimoni previdenziali ammontano a 96 mld di euro e quelle *retail* a 134 mld di euro.

A trainare la raccolta del risparmio gestito nel primo trimestre dell'anno è stato il comparto relativo alle gestioni collettive. Tra gennaio e marzo 2018 il saldo netto tra sottoscrizioni e riscatti di fondi comuni è stato pari a 12 mld di euro. Il maggior contributo alla dinamica della raccolta è legato ad un'elevata domanda di fondi

flessibili. In un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e dalla prevalenza di una certa volatilità dei corsi azionari, i risparmiatori hanno preferito affidarsi a questi prodotti che consentono al gestore, in assenza di un benchmark di riferimento, di orientare gli investimenti nei segmenti di mercato ritenuti di volta in volta più remunerativi. La raccolta netta per questi prodotti è stata pari a 9,2 mld di euro. Si registra inoltre un marcato interesse per i fondi bilanciati, che hanno raccolto 4,4 mld di euro. Meno brillanti, seppure positivi, i risultati per i fondi azionari (+2,9 mld) mentre si registra un considerevole saldo negativo tra sottoscrizioni e riscatti per i fondi obbligazionari (-4,8 mld) e per quelli monetari (-3,1 mld di euro).

Mercato italiano dei fondi comuni aperti: composizione del patrimonio

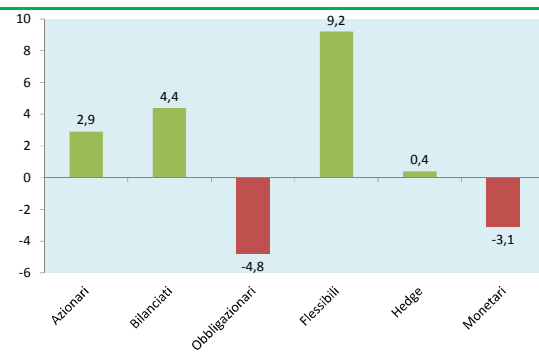
(quote % dati a marzo 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Fondi comuni: raccolta netta I trimestre 2018

(mln di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

Circa il 95% del totale dei fondi comuni è costituito dai fondi aperti. Il patrimonio gestito dai fondi comuni aperti (italiani ed esteri) sul mercato italiano è pari a 1.004 mld di euro. Nel primo trimestre dell'anno il patrimonio, pur in presenza di una raccolta netta positiva (+8,7 mld di euro), ha registrato una flessione pari a 6,3 mld di euro. Tale andamento appare legato ad una rivalutazione negativa delle masse gestite anche per effetto della flessione di inizio anno dei corsi azionari che ha inciso sulle performance dei comparti a maggior contenuto di rischio.

Osservando la distribuzione del patrimonio emerge come i prodotti obbligazionari, nonostante la flessione nel trimestre, costituiscano di gran lunga il comparto più scelto dai risparmiatori, il loro peso sul totale ammonta al 40%, un valore quasi doppio rispetto a quello dei fondi azionari (22%). Il trend di crescita più evidente resta, tuttavia, quello dei fondi flessibili il cui peso è aumentato dal 10% del 2007 all'attuale 24,5%. Inverso il percorso dei fondi monetari che detenevano nel 2007 una quota pari al 21% del patrimonio e che per effetto del calo dei tassi del mercato monetario su valori prossimi allo zero hanno registrato costanti deflussi netti negli ultimi anni arrivando a pesare per il 2,9% del patrimonio totale dei fondi. La parte rimanente delle attività in gestione si ripartisce tra fondi bilanciati (9,7%) e fondi hedge (0,4%).

Relativamente al domicilio dei fondi si evidenzia una sostanziale stabilizzazione del peso relativo dei fondi comuni di diritto italiano e di quelli esteri. Dopo un processo di ricomposizione durato oltre 10 anni il peso relativo delle due categorie si è invertito. A marzo 2018 il peso dei fondi di diritto estero sul patrimonio complessivo ammontava al 74% del totale a fronte del 26% di quelli italiani. Nel 2009 il patrimonio dei fondi era ripartito quasi al 50% tra fondi italiani ed esteri, nel 2004 la situazione era pressochè

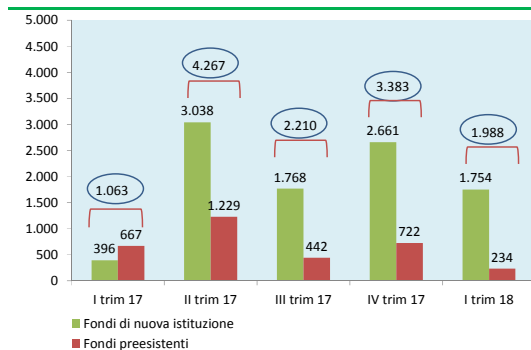
invertita rispetto a quella attuale, circa il 68% del totale erano fondi di diritto italiano e il 32% fondi di diritto estero. L'armonizzazione fiscale delle due categorie e gli interventi normativi volti a disciplinare il mercato hanno portato a condizioni più ordinate sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta.

Lo sviluppo dei fondi "Pir compliant"

In Italia, mutuando l'esperienza maturata in altri paesi, sono stati introdotti a partire dal 2017 i Piani Individuali di Risparmio (Pir). Si tratta di uno strumento di investimento che nasce con l'obiettivo di veicolare una parte del risparmio verso le piccole e medie imprese italiane, offrendo ai sottoscrittori una serie di benefici fiscali. Di fatto questi strumenti mirano a mettere in equilibrio da un lato le esigenze dei risparmiatori nella ricerca di rendimenti per i propri investimenti e dall'altro la ricerca di liquidità da parte delle imprese, specie quelle di media e piccola dimensione.

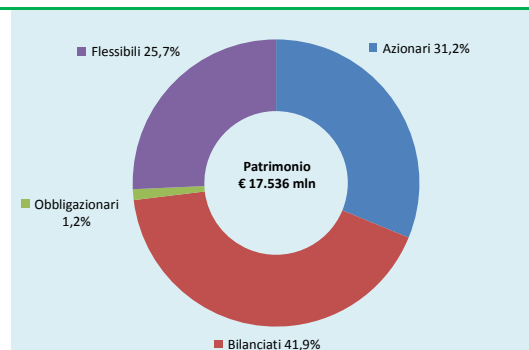
I capitali raccolti dai Pir devono essere infatti investiti per almeno il 70% in strumenti finanziari emessi da imprese residenti in Italia o in Stati membri dell'Unione europea con stabile organizzazione in Italia. Inoltre almeno il 30% di questa quota deve essere canalizzato in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice Ftse Mib della Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati. Di fatto questi vincoli di portafoglio creano uno stock di liquidità destinato a finanziare le imprese di minore classe dimensionale che presentano tipicamente maggiori difficoltà nel reperimento di capitale.

**Fondi aperti Pir compliant:
raccolta netta**
(mln di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

**Fondi aperti Pir compliant:
composizione del patrimonio**
(quote %; dati a marzo 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Assogestioni

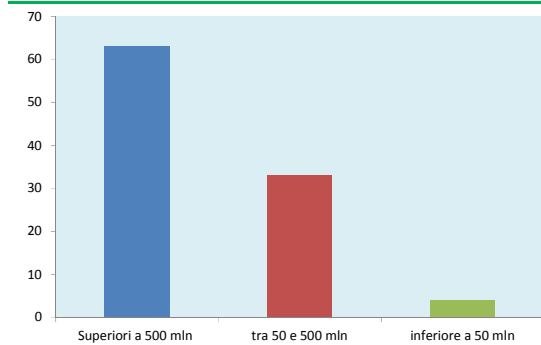
Nel primo trimestre del 2018 sono stati raccolti circa 2 mld di euro, che si aggiungono ai 10,9 mld raccolti nel 2017. Si tratta di un successo superiore alle attese, basti pensare che la stima governativa iniziale per il 2017 era di 1,8 mld di euro e di 18 mld in un arco temporale di 5 anni. A fine marzo 2018 il patrimonio gestito ha raggiunto i 17,5 mld di euro. Complessivamente la raccolta in Pir ha costituito l'11% della raccolta totale del risparmio gestito. Dopo un avvio non brillante a inizio 2017 che, in attesa di alcuni chiarimenti della regolamentazione, ha portato a una raccolta di poco superiore a 1 mld di euro nel primo trimestre dell'anno, nei trimestri successivi la raccolta ha registrato valori tra i 2 e i 4 mld di euro.

Le peculiarità dello strumento hanno stimolato l'interesse di un'ampia platea di risparmiatori, avvicinando al mondo dei fondi anche investitori che non avevano mai fatto ricorso a tale strumento nelle loro strategie di investimento. Su circa 800 mila risparmiatori che hanno acquistato i Pir, 500 mila si sono affidati a un fondo comune per la prima volta. Per il sistema fondi si tratta di un'opportunità per ampliare ulteriormente la base clienti. L'investimento medio ammonta a 13.700 euro e il 17% dei sottoscrittori ha investito 30mila euro, la cifra massima annuale consentita dalla normativa.

Analizzando la composizione del patrimonio la quota più elevata è costituita dai fondi bilanciati su cui sono confluiti circa il 42% degli attivi, seguiti dai fondi azionari con il 31% e dai fondi flessibili con il 26%. Sui fondi obbligazionari, che hanno un peso di poco superiore all'1,2%, si concentra solo una quota limitata delle attività gestite.

Investimenti dei Pir in titoli di imprese italiane

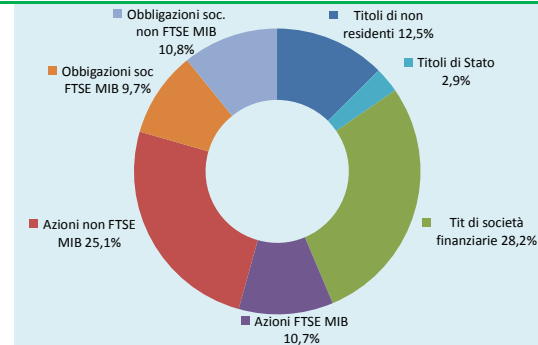
(dicembre 2017; quote %)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Banca d'Italia

Investimenti dei fondi Pir compliant

(dicembre 2017; quote%)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Banca d'Italia

A poco più di un anno dal lancio, il potenziale di finanziamento dei Pir per le piccole e medie imprese ha trovato un riscontro nei dati. L'investimento medio dei Pir nel segmento di mercato relativo alle azioni e obbligazioni di società emittenti non appartenenti al Ftse Mib ammonta al 43% del patrimonio, che sale al 50% per i Pir azionari. Si tratta di un valore più che doppio rispetto al 21% minimo imposto dalla normativa per consentire l'accesso ai benefici fiscali.

Considerando anche la parte di investimenti non vincolati, il patrimonio dei Pir confluito in titoli emessi da imprese italiane riguarda principalmente società di dimensione media e grande. A fine 2017 circa il 60% degli attivi ha finanziato società con un fatturato maggiore di 500 mln di euro; una quota superiore al 35% ha acquistato titoli e azioni di imprese con una classe di fatturato compresa tra 50 e 500 milioni, mentre la parte rimanente si è diretta verso le imprese di minore dimensione con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro.

I fondi Pir compliant attualmente sono 68 di cui 43 di nuova istituzione e 25 fondi preesistenti che sono stati adeguati alla nuova normativa e divenuti Pir compliant. Inoltre ogni fondo può avere diverse "classi" in funzione della politica di distribuzione dei proventi o della struttura delle commissioni ampliando così la platea delle potenziali alternative di investimento.

La Borsa italiana e i segmenti per le Pmi: il ruolo dei Pir

La Borsa italiana in valori assoluti presenta una capitalizzazione di mercato, misurata rispetto al Pil, più contenuta rispetto a quella registrata dai listini degli altri grandi paesi dell'Eurozona. Il rapporto *market cap*/Pil in Italia è pari al 38% mentre sale al 49% in Germania e all'87% in Francia. Considerando la capitalizzazione al netto dei titoli finanziari il divario registrato da questo indicatore si accentua: a fronte del 25% per l'Italia, in Germania si registra il 60% e in Francia oltre il 70%.

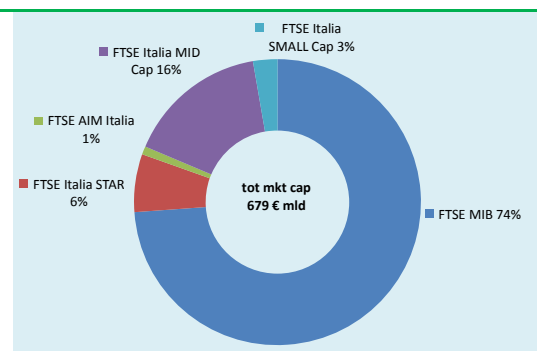
Italia: società quotate in borsa per segmento di mercato

(mld di euro; dati a feb 2018)

Indice	n. di società	Mkt Cap (mld di €)
FTSE MIB	40	501,7
FTSE Italia STAR	76	44,4
FTSE AIM Italia	96	6,2
FTSE Italia MID Cap	60	108,2
FTSE Italia SMALL Cap	127	18,6
Totale	399	679

Italia: capitalizzazione di mercato dei listini di borsa

(in % del tot; dati a feb 2018)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Borsa italiana

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Borsa italiana

In Italia circa i tre quarti della capitalizzazione di mercato sono attribuibili ai 40 titoli del FTSE Mib che costituiscono il 10% delle società quotate. Il segmento delle Mid cap, che riunisce i titoli delle 60 società quotate con maggior capitalizzazione dopo quelle del Mib, rappresenta il 16% del mercato mentre il Ftse small cap, che conta il più elevato numero di società tra i listini, si ferma al 3%. Gli altri comparti sono costituiti dal segmento Star con il 6% e dal FTSE AIM, il mercato dedicato alle Pmi italiane ad alto potenziale di crescita, che detiene una capitalizzazione pari all'1,2% del mercato.

Nel 2017 gli investimenti in titoli con bassa o media capitalizzazione, finalizzati a soddisfare i requisiti previsti dalla normativa sui Pir, si sono accompagnati a un forte incremento dei corsi nei corrispondenti segmenti di mercato. Le performance registrate nel 2017 dal FTSE Italia Small Cap e dal Ftse Star sono state di assoluto rilievo con rendimenti nei dodici mesi pari rispettivamente al 27% e al 35%.

Si calcola che i Pir detengano 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. Quasi l'80% del patrimonio detenuto in azioni negoziate sull'AIM è riferibile ad aziende con meno di 250 dipendenti.

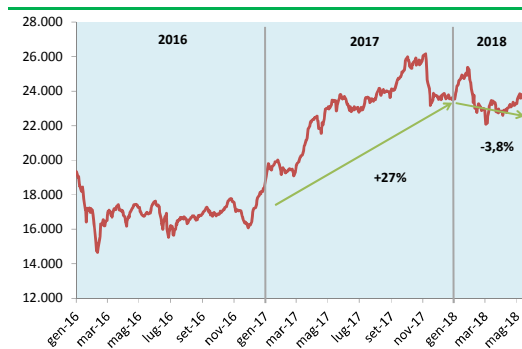
Al momento il possibile effetto diretto degli acquisti dei Pir sui prezzi di mercato in questi segmenti appare limitato: l'apprezzamento dei corsi si è registrato infatti anche in molti titoli non interessati dall'attività dei fondi Pir. Non è tuttavia escluso, nel caso in cui i Pir continuino a crescere 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.

In prospettiva l'importanza che i Pir potranno assumere per il settore delle Pmi dipenderà dal grado di diffusione e dall'ammontare dei flussi di risparmio raccolti. Alla

luce dei risultati registrati in poco più di un anno di vita lo strumento sembra presentare una buona potenzialità di sviluppo. Secondo alcune stime la progressiva diffusione di questi strumenti potrebbe nell'arco di quattro anni far affluire un ammontare pari al 30% del capitale flottante nei segmenti *small e mid cap* del mercato. Aumentare lo spessore dei segmenti di mercato dedicati alle piccole e medie imprese potrebbe inoltre avvicinare al mercato dei capitali un numero più elevato di Pmi tipicamente dipendenti dal finanziamento bancario.

Indice Italy Ftse small cap

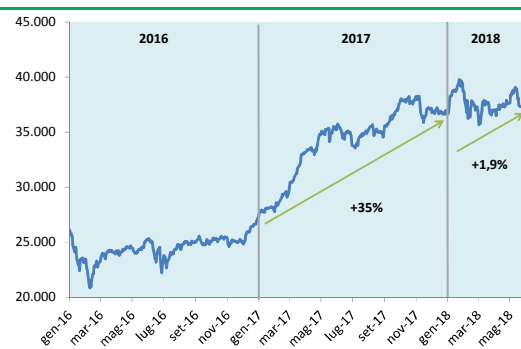
(numero indice)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Thomson Reuters

Indice Italy Ftse Star

(numero indice)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL, dati Thomson Reuters

In ottica individuale i Pir possono rappresentare uno strumento ulteriore per ampliare la diversificazione del proprio portafoglio nella ricerca di una combinazione ottimale rischio-rendimento. Ad esempio i Pir costituiscono una buona opportunità se inseriti in un portafoglio già diversificato dal punto di vista internazionale, dal momento che gli investimenti sono concentrati in prevalenza sul mercato italiano ed esposti quindi a possibili shock *country specific*.

Al di là delle performance molto positive registrate nel 2017 dai segmenti di mercato in cui investono i Pir, il gradimento da parte dei risparmiatori per questi strumenti è legato anche al meccanismo delle agevolazioni fiscali che consiste nell'esenzione dall'imposta sulle plusvalenze e sui dividendi qualora l'investimento venga detenuto in portafoglio per un periodo non inferiore ai cinque anni. L'incentivo fiscale di fatto serve a remunerare il rischio che l'investitore si assume nel mantenere per un periodo prolungato la propria posizione in un mercato caratterizzato da volatilità più accentuata rispetto ad altri. Per valutare in modo appropriato l'opportunità di inserire i Pir nel proprio portafoglio occorre ragionare in un'ottica di diversificazione e ottimizzazione, analizzare la struttura dei costi, l'orizzonte temporale e selezionare l'affidabilità e le capacità gestionali dell'intermediario proponente. Investire nel mercato delle Pmi richiede una notevole competenza dal momento che si tratta di un settore caratterizzato da elevata volatilità e oscillazioni considerevoli dei prezzi. In quest'ottica, come per gli altri strumenti del risparmio gestito, l'accuratezza nelle fasi di selezione e monitoraggio delle aziende in cui investire e la qualità della gestione, a parità di vincoli, potrebbero portare a risultati molto differenti in termini di performance.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com