

NUOVI STRUMENTI Gli operatori temono che gli investimenti in pmi e venture capital alzino il tasso di rischio dei fondi aperti. Meglio fondi chiusi (Eltif), magari con beneficio fiscale. Una detrazione del 30% potrebbe spuntare nel decreto Crescita

Cosa non convince dei Pir2

di Elena Dal Maso

Dopo quattro mesi di discussioni, analisi e trattative, il decreto attuativo sui Pir 2 è stato pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* il 7 maggio. La differenza sostanziale con la normativa Pir 1, entrata in vigore nel gennaio 2017 e conclusa a dicembre 2018 (chi non ha sottoscritto quote di questi fondi entro il 31 dicembre ricade nella normativa successiva), è che i gestori ora hanno l'obbligo di investire il 3,5% degli asset in pmi (quotate e non) e il 3,5% in venture capital. La somma è del 7% su un tetto del 10% di asset illiquidi che la normativa Ue sui fondi aperti ammette. Una delle questioni più dibattute è che cosa accade in fase di vendita, quando i gestori sono costretti a disfarsi dei titoli più liquidi e a tenere in portafoglio quelli meno scambiati, che a quel punto hanno un peso complessivo più grande sul totale, andando magari oltre il 10% ammesso dalla legge. Questo 7% obbligatorio non piace quindi molto ai gestori, che preferiscono avere le mani libere nel loro lavoro. Ma il legislatore, in questo caso Lega e M5S, ha voluto aiutare le società più piccole e che hanno bisogno di liquidità per crescere, su cui i Pir1 non hanno avuto grandi effetti. La maggior parte dei flussi infatti si sono diretti su altri segmenti di Borsa Italiana, come lo Star. «Dopo la pubblicazione del DM 30/4/19 possiamo veramente affermare: beati i primi», commenta ironicamente Marco Rosati, fondatore e gestore di *Zenit sgr*. «Chi ha avuto la lungimiranza di costituirsi il proprio Pir entro il 2018 potrà continuare ad alimentarlo

con versamenti successivi fino alla soglia di 150mila euro, beneficiando dei vantaggi fiscali e fruendo delle regole precedenti sulla composizione degli investimenti. Si tratta di oltre 1,4 milioni di risparmiatori per ol-

tre 15 miliardi di euro».

La minaccia però ora è che i grandi gruppi del risparmio gestito, che hanno saputo raccogliere in Piani di investimento individuali 10,9 miliardi nel 2017 e 3,94 lo scorso anno, non incentivino la sottoscrizione sui Pir2 di nuova generazione, rendendo quindi inefficace la nuova legge.

Qualche giorno fa si è espressa in materia anche Banca d'Italia. Secondo Via Nazionale la nuova legge «aumenta il profilo di rischio dei Pir, strumenti di risparmio rivolti alle famiglie. Le nuove regole inoltre possono rendere più difficile il rispetto dei requisiti prudenziali di diversificazione e di liquidità previsti per i fondi Pir esistenti, tutti costituiti nella forma di fondi aperti». Bankitalia ha poi aggiunto che così «aumenta il rischio che i fondi registrino perdite derivanti da vendite di attività in mercati poco liquidi a fronte di episodi di forte

volatilità. Tali perdite potrebbero riflettersi negativamente sui risultati dei Pir e sulla reputazione degli intermediari che li promuovono». Dubbi condivisi anche da Luigi de Bellis, co-responsabile Ufficio Studi Equita, che però vede anche l'altro lato della medaglia: «La legge prevede la possibilità di rivedere la normativa a valle del decreto, infatti il Mise dovrà monitorare gli effetti della norma, nei prossimi sei mesi per valutare eventuali interventi correttivi». Quindi se il ministero dell'Economia nel frattempo si rende conto che non nascono fondi comuni Pir2 e non si fa raccolta, può fare marcia indietro e modificare la legge. Come? Il mercato un'idea l'avrebbe: ripristinare i Pir1 per i piccoli investitori e dare un beneficio fiscale agli Eltif, i nuovi fondi chiusi che come obiettivo hanno quello di investire nell'economia reale e che sono indirizzati a un pubblico diverso. Di solito parlano da un'entrata minima di 100mila euro e non prevedono l'uscita dall'investimento prima

di cinque anni. Quindi non sono costretti a vendere le quote di una società in caso di rovesci del mercato. «Date le caratteristiche del mercato italiano», prosegue De Bellis, «è più interessante sviluppare due tipologie di prodotti diversi: fondi aperti liquidi per la clientela retail e fondi chiusi in stile Eltif, più adatti al private banking e ai fondi pensione. Il potenziale per gli Eltif, se incentivati, può avvicinarsi potenzialmente alle dimensioni del mercato Pir, con un impatto molto positivo sia sull'economia reale sia per l'industria del risparmio italiano».

Ora, secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, la Lega

sta preparando un emendamento al testo del Decreto Crescita, da inserire entro mercoledì 22 maggio, che introduce un bonus fiscale notevole per gli Eltif, il 30% di detrazione sulle somme investite. Al testo sta lavorando l'onorevole Giulio Centemero, che ha seguito l'iter dei Pir e il suo team. Un incentivo del genere sarebbe molto accattivante sia per il mercato del private banking sia per quello, molto più strutturato, dei fondi pensione, che andrebbero a investire nell'economia reale, nelle aziende italiane.

Gli Eltif, a maggior ragione se abbinati a un bonus fiscale, sono il cavallo di battaglia di Tommaso Corcos, presidente di Assogestioni, che ribadisce quando aveva detto al Salone del Risparmio: «Sarebbe opportuno rimettere rapidamente mano alla disciplina dei Pir, differenziando le due forme di investimento fra fondi aperti e chiusi, quest'ultimo adatto per investire con un orizzonte temporale diverso».

Non tutte le voci di mercato sono però critiche nei confronti della nuova norma Pir2. «Finalmente il decreto attuativo è arrivato: ci sono dei vincoli, a nostro parere forti ma corretti, ma soprattutto è confermato l'obbligo di investire il 3,5% sull'Aim, ciò che voleva-

mo», spiega Giovanni Natali, presidente di 4Aim sicaf. «Il tema che ha portato allo scontro frontale sul provvedimento con le associazioni di gestori riguarda il fatto che su fondi di grandi dimensioni l'impatto di 35 milioni per ogni miliardo gestito potrebbe sembrare alto».

Sul fronte dei risparmiatori Natali, che ha quotato un terzo delle società su Aim Italia, non condivide le preoccupazioni sul rischio degli asset liquidi: «Ricordo che ogni persona fisica può investire al massimo 30mila euro all'anno in fondi Pir e il 3,5% di questa somma sono solo 1.050 euro a persona». Una modifica alla legge attuale potrebbe essere invece, a suo parere, l'introduzione di un vincolo di investimento al minore tra il 3,5% del fondo Pir e 10 milioni di euro per ogni miliardo o frazione gestito dal Pir e riservare l'investimento in venture capital agli Eltif, rendendolo facoltativo. «Ma da qualche parte bisognava pur partire e si è partiti», conclude Natali. Anche Franco Gaudenti, amministratore delegato di EnVent Capital Markets, sposta l'attenzione sugli Eltif: «Possono realmente essere l'auspicato punto di svolta per le nostre Pmi in

quanto strumento d'investimento chiuso che può intervenire in aziende non quotate, in pre-ipo, in quotazione e in aziende quotate sia equity sia debt in un asset poco liquido per definizione, che richiede un arco temporale di investimento adeguato». L'interesse ci sarebbe, a maggior ragione «se potranno beneficiare dell'incentivo fiscale», prosegue Gaudenti. Simone Strocchi, managing director di Electa Ventures, fra i nomi di riferimento in Italia sulle spac, i veicoli quotati su Aim, ritiene positiva «l'inclusione delle sicaf. Mentre i parametri per definire le pmi su cui si deve orientare il 3,5% di portafoglio dedicato, rischiano di trascurare gran parte delle eccellenze italiane» in quanto la soglia sul numero di dipendenti «discrimina le attività people intensive rispetto ad attività a scarsa manodopera. E anche il limite di fatturato a 50 milioni è inadeguato per imprese che fatturano molto perché comprano-trasformano-rivendono e che rappresentano il grosso della pmi autoctona». Una parola a favore del venture capital la spende Frédéric Barroyer, count-

ry head di Sgss spa in Italia, che cita i dati Aifi sul 2018, che hanno messo in evidenza «investimenti record in private equity e venture capital per quasi 10 miliardi, con un raddoppio degli investimenti in venture capital rispetto al 2017, raggiungendo 324 milioni, ovvero 500 milioni in termini di impegno». La buona notizia, aggiunge Barroyer, è che «gli investitori privati hanno apportato gran parte dei 3,4 miliardi di euro di sottoscrizioni nette, quota triplicata rispetto al 2017. Tra questi i fondi pensione sono diventati i maggiori investitori».

In Zenit sgr sono stati realizzati studi di fattibilità per i quali si potrebbe procedere al lancio di un innovativo Eltif Pir in tempi rapidi. Ma indipendentemente dallo strumento utilizzato, difficilmente sarà possibile offrire una soluzione in quanto attualmente, riprende Rosati, non vi sono aziende con i requisiti richiesti sulle quali investire. Concludendo e facendo riferimento all'ultimo articolo del Decreto «Monitoraggio degli effetti» che si dà sei mesi di tempo per «valutare l'opportunità di interventi normativi ulteriori», è improbabile che i nuovi Pir possano avere un successo analogo alla prima versione. Meglio accorciare i tempi e ripristinare le condizioni affinché i milioni di risparmiatori italiani che ancora non hanno il loro Piano di risparmio possano fruire di tale opportunità e dare il loro contributo al finanziamento delle imprese italiane, esattamente come è negli auspici del governo. «Fortunatamente il flusso di sottoscrizioni successive da parte degli investitori sui Piani in essere sta continuando», conclude Rosati, «ed è probabile che gli attuali 15 miliardi circa possano quantomeno raddoppiare nei prossimi tre anni». (riproduzione riservata)

I 10 MAGGIORI GESTORI DEI FONDI PIR1

Dati in milioni di euro

	Raccolta netta 4° trim. 2018	Raccolta netta 2018	N° di fondi
Mediolanum	91,1	721,8	2
Gruppo Intesa Sanpaolo	56,3	1.139	8
Amundi	8,7	953,8	6
Arca	15,2	306,9	5
Anima Holding	43,1	555,7	3
Ubi Banca	3,1	145	3
Bnp Paribas	-6,1	84	2
Lyxor	-32,6	-285,5	3
ICCREA	11,8	106	2
Axa Im	7,3	21,3	1

Fonte: Assogestioni

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

LA RACCOLTA DEI FONDI PIR1

Raccolta Pir 2017	10,9 mld su 97,4 mld della raccolta netta in Italia
Raccolta Pir 2018	3,94 mld su 9,87 mld di raccolta netta in Italia
Fondi Pir 2017	64
Fondi Pir 2018	72
Patrimonio 2017	15,8 miliardi
Patrimonio 2018	17,4 miliardi

Elaborazione Mef su dati Assogestioni

GRAFICA MF-MILANO FINANZA