

## I Pir? Efficaci, ma occhio rischio-bolla

di **Olivero Lenzi\***  
e **Silvio Olivero\*\***

**I** Piani Individuali di Risparmio varati all'inizio dello scorso anno costituiscono un incentivo per i risparmiatori italiani che, nel caso in cui mantengano l'investimento per cinque anni e a patto che lo orientino su specifici settori di mercato, saranno esentati dalle imposte sugli eventuali proventi conseguiti. L'accesso ai benefici può essere ottenuto sia sottoscrivendo appositi strumenti di risparmio gestito, sia investendo, in modo opportuno, per proprio conto. I Pir, fin dal loro esordio sul mercato, hanno incontrato il favore dei risparmiatori, i quali, piuttosto che procedere autonomamente, si sono in gran parte rivolti al risparmio gestito Pir compliant, che ha indubbiamente conseguito uno straordinario successo commerciale, sfiorando, nel corso dell'anno di introduzione, gli 11 miliardi di euro di raccolta. Salvo radicali mutamenti nel clima di mercato, è ipotizzabile che tale successo si possa replicare nel corso del 2018, anche se, venendo meno l'effetto «novità» di cui hanno potuto beneficiare l'anno scorso, quest'anno è lecito attendersi una raccolta leggermente inferiore. L'aspetto più caratterizzante dei Pir è il vincolo di investimento di una quota non piccola del portafoglio (pari al 21%) in strumenti finanziari di emittenti domestici di piccole/medie dimensioni. Questo vincolo, che in parte distingue i Pir dalle analoghe esperienze europee, ha determinato un consistente afflusso di liquidità sui segmenti del mercato azionario italiano nei quali sono quotate le small e le mid cap (vale a dire le società a piccola e media capitalizzazione). Se si osservano le performance di alcuni indici del mercato italiano nel 2017 si può verificare come i titoli a capitalizzazione inferiore (35,5% le mid cap e 28,5% le small cap) abbiano largamente sovraperformato quelli a più grande capitalizzazione, rappresentati dall'indice Ftse-Mib (17,3%). Tale osservazione, anche se rappresenta un campanello d'allarme, non consente di affermare che la sovraperformance delle small/mid cap sia da attribuire all'effetto dei Pir. Un'approfondita analisi, condotta recentemente, ha verificato che nel corso del 2017 si è in effetti osservata una componente anomala dei rendimenti, cioè non spiegata statisticamente dai parametri cui vengono generalmente ricondotte le performance azionarie: tale componente risulta molto elevata fra le small e mid cap e quasi nulla fra le large cap. Dunque, è ipotizzabile che una parte consistente del differenziale di performance riportato nella tabella possa essere ricondotta all'azione di un fattore nuovo, non osservabile prima del 2017, ragionevolmente individuabile nei Pir. D'altronde, lo squilibrio fra la liquidità raccolta dai Pir e le dimensioni del mercato sul quale tale massa si è riversata aveva destato, anche prima che l'analisi statistica lo confermasse, qualche dubbio sull'impatto distorsivo

di questi nuovi strumenti. Per quanto attiene gli obiettivi dichiarati, ossia di agevolare tramite i Pir il finanziamento delle piccole e medie imprese, non è necessario ricorrere ad analisi sofisticate per affermare che, per il momento, essendosi in larghissima misura riversata sul mercato secondario, la liquidità raccolta dai Pir non ha raggiunto lo scopo. Da questo punto di vista, però, i risultati si potranno apprezzare solo nel medio termine: i Pir, rendendo più liquidi i segmenti di mercato delle small e mid cap e riducendo il costo del capitale delle società quotate, dovrebbero infatti invogliare nuovi soggetti a quotarsi, realizzando così la funzione di tramite fra il risparmio delle famiglie italiane e il finanziamento delle piccole-medie imprese. Ridurre il costo del capitale delle società quotate significa però, dal punto di vista di chi investe in tali società, ridurre il rendimento atteso dell'investimento. In questo senso, investitori e società emittenti sono in conflitto: più è alto il rapporto fra il prezzo di emissione di un'azione e l'utile atteso, minore sarà il rendimento spettante al nuovo azionista che la sottoscrive, mentre gli azionisti di controllo potranno raccogliere nuovi capitali senza diluire eccessivamente la propria quota. In altre parole, esiste il rischio che si possa realizzare, soprattutto se il mercato di riferimento del Pir non sarà rapidamente popolato da nuovi collocamenti azionari, una condizione di sopravvalutazione dei titoli in esso quotati. L'osservazione del rapporto fra il prezzo e l'utile atteso per i successivi 12 mesi di un campione di mid cap italiane negli ultimi 15 anni mostra chiaramente come, sull'onda dell'entusiasmo, nell'autunno del 2017 si sia corso il rischio che i prezzi si surriscaldassero (si era saliti attorno a 18 volte gli utili contro una media di lungo periodo di 15 volte), mentre nei primi mesi di quest'anno, grazie alla moderazione delle quotazioni e al miglioramento delle attese di utile, il fenomeno appare in parte rientrato. Alla luce di quanto sin qui detto, possiamo concludere che il giudizio sui Pir non può che rimanere sospeso, in attesa di verificare se l'obiettivo di portare nuovi capitali alle piccole e medie imprese italiane sarà raggiunto. Peraltro, incentivare le società a quotarsi dovrebbe anche colmare il vistoso gap che caratterizza l'economia italiana rispetto alle altre economie avanzate in fatto di numerosità di aziende quotate. Ovviamente, in sede di valutazione finale dei risultati dei Pir non si dovranno trascurare i benefici per i risparmiatori, che si osserveranno solo se si eviterà la formazione di una bolla nei segmenti di borsa che si possono definire Pir compliant. Questo rischio è concreto, dato lo sbilanciamento fra la liquidità che i Pir potranno eventualmente attrarre e le attuali dimensioni del mercato. (riproduzione riservata)

\*presidente

\*\*responsabile Ufficio Studi  
Cellino e Associati Sim