



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

DOCUMENTO DI RICERCA

I PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO: QUADRO NORMATIVO E ASPETTI OPERATIVI

Roberto De Luca

Nicola Lucido

12 marzo 2018





ABSTRACT

Con la Legge di Bilancio per il 2017, è stata introdotta nel nostro ordinamento la disciplina dei “piani individuali di risparmio” (PIR), con l’intento di immettere flussi finanziari nell’economia reale e nel tessuto produttivo italiano, orientando il risparmio delle famiglie, attualmente maggiormente concentrato sulla liquidità e veicolando risorse a sostegno delle piccole e medie imprese.

I dati a disposizione testimoniano come il gradimento dei PIR e l’impiego di risorse in tali strumenti abbia già superato le previsioni iniziali del Governo.

Il presente documento esamina tali strumenti anche in comparazione con le principali esperienze internazionali, tenendo in considerazione altresì le ultime modifiche normative intervenute ad opera della Legge di Bilancio per il 2018, che ha ulteriormente ampliato il campo di applicazione dei piani individuali di risparmio.

Più nello specifico, sono stati analizzati sia gli aspetti operativi che quelli più strettamente connessi alle agevolazioni fiscali accordate dal Legislatore, approfondendo i requisiti previsti dalla norma al fine di godere di tali benefici, in termini di importo dell’investimento, soggetti emittenti, periodo di detenzione, e così via. L’elaborato presenta altresì esempi pratici di quantificazione dei vantaggi connessi all’accensione di un PIR rispetto ad altri tipi di impiego di risorse, valutando, inoltre, gli aspetti relativi ai costi di gestione e profili più generali di asset allocation.



SOMMARIO

1. Premessa e definizione.....	3
2. I piani individuali di risparmio nella prassi internazionale	3
3. Gli obiettivi e lo stato attuale	4
4. Caratteristiche e requisiti degli investimenti “PIR conformi”	5
5. Aspetti operativi e gestionali.....	9
6. Profili fiscali e vantaggi per gli investitori: regime agevolativo e impatto sul bilancio dello Stato.....	12
7. I vantaggi per le imprese	16
8. Costi per l’investitore e criticità	17
9. Recenti novità normative ed evoluzioni future.....	18



1. Premessa e definizione

I piani individuali di risparmio (PIR) a lungo termine, introdotti dalla Legge n. 232/2016¹, art. 1, commi da 100 a 114, rappresentano uno strumento di investimento di recente introduzione, il cui obiettivo risiede nella volontà di immettere flussi finanziari nell'economia reale e nel tessuto produttivo italiano, destinando maggiori risorse al sostegno delle piccole e medie imprese, stimolando altresì lo sviluppo dei mercati finanziari e le iniziative di quotazione.

Così come indicato nella relazione illustrativa alla Legge n. 232, *“L’obiettivo della normativa in esame è, in particolare, quello di indirizzare il risparmio delle famiglie, attualmente concentrato sulla liquidità verso gli strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate nel territorio italiano per le quali è maggiore il fabbisogno di risorse finanziarie e insufficiente è l’approvvigionamento mediante il canale bancario”*².

I piani individuali di risparmio, dunque, dovrebbero costituire un’utile alternativa per garantire provviste finanziarie alle PMI, le cui criticità connesse a una scarsa capitalizzazione si sono acuite negli anni della crisi e del *credit crunch*, che ha causato forti problemi non solo a livello di singole realtà ma anche in una prospettiva sistemica e macroeconomica.

Dal punto di vista “strutturale”, i PIR possono essere definiti come dei veri e propri “contenitori”, che possono configurarsi in diverse forme tecniche (OICR, fondo comune, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli), all’interno dei quali possono essere contenuti strumenti finanziari di varia natura (*infra*).

Al fine di sostenere la diffusione dei piani individuali di risparmio, il legislatore ha stabilito un significativo meccanismo di incentivazione dal punto di vista fiscale a favore degli investitori, al verificarsi di determinate condizioni e requisiti, come meglio specificato di seguito³.

2. I piani individuali di risparmio nella prassi internazionale

L’introduzione dei PIR ha consentito di allineare l’impianto normativo italiano a quello di altri Paesi, quali Francia e Regno Unito, dove da diversi anni sono state introdotte agevolazioni per l’investimento di lungo periodo con la creazione di strumenti, quali i *Plan d’Epargne en Actions* (PEA) e gli *Individual Savings Accounts* (ISAs). In particolare, per ciò che concerne l’esperienza francese (iniziata già nel 1992), che ha visto l’introduzione nel 2014 di un’agevolazione simile a quella in esame, si evidenzia come i piani di investimento in detti strumenti siano stati circa 42.000, per un importo medio conferito pari a 10.000 euro. Lo strumento in questione prevede diverse formule, con un importo massimo di

¹ Legge di Bilancio per il 2017.

² A tal proposito il Ministero dell’economia e delle finanze, nelle Linee guida pubblicate in data 4 ottobre 2017, si esprime <<si tratta di una consistente incentivazione fiscale del risparmio di lungo termine, ad applicazione generalizzata, finalizzata a:

- offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie;
- aumentare le opportunità delle imprese di ottenere finanziamenti per investimenti a lungo termine;
- favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali>>.

³ L’interesse che sta suscitando questo strumento ha determinato l’intervento dell’Agenzia delle Entrate, con la circolare n. 3/E del 26 febbraio 2018, con l’oggetto: *Legge 11 dicembre 2016, n. 232 (legge di bilancio 2017), articolo 1, commi da 100 a 114. Applicazione delle disposizioni concernenti i piani di risparmio a lungo termine (PIR)*.



€ 150.000 (€ 75.000 per l'opzione destinata alle PMI) e un'imposizione fiscale variabile a seconda del periodo di detenzione dell'investimento (la soglia per l'esenzione totale è di 8 anni).

D'altro canto, gli *Individual Savings Accounts*, prevedono una soglia di £ 20.000, che non può essere superata anche nel caso in cui si opti per diverse tipologie di ISA (cash, stock and shares, innovative finance, lifetime), alcune delle quali aperte anche a persone fisiche al di sotto dei 18 anni (junior ISA). La maggior parte delle formule non impone un periodo minimo di detenzione dell'investimento al fine di godere dei benefici fiscali. Le principali tipologie di ISA, nel 2017 hanno fatto registrare sottoscrizioni per circa 60 miliardi di sterline, dopo aver raggiunto un picco di oltre 80 miliardi nel 2015. In base alle statistiche del Governo, l'importo medio di ciascun investimento è pari a circa £ 5.500. Ad agosto 2017, lo stock complessivo registrato di adult ISA è pari a oltre 585 miliardi⁴.

3. Gli obiettivi e lo stato attuale

Secondo le previsioni del Governo riportate nella "Relazione illustrativa al disegno di legge di bilancio integrato", nel 2017, ovvero nel primo anno di attuazione della norma, il numero di adesioni da parte degli investitori sarebbe dovuto essere pari a circa 120.000, per un investimento medio nei piani di risparmio pari a € 15.000, ipotizzando un incremento di circa 60.000 negli anni a venire per poi stabilizzarsi dopo 5 anni, ovvero dal 2021, con un importo totale di conferimento pari a 18 miliardi, come esplicitato nella tabella seguente⁵.

Tabella 1 - Previsioni su diffusione piani individuali di risparmio – Dicembre 2016

	2017	2018	2019	2020	2021
N. piani di investimento	120.000	180.000	240.000	300.000	360.000
Conferimento medio	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Tot. annuo conferito	1,8 MLD	2,7 MLD	3,6 MLD	4,5 MLD	5,4 MLD
Tot. cumulate conferito	1,8 MLD	4,5 MLD	8,1 MLD	12,6 MLD	18 MLD

Fonte: Relazione Illustrativa al disegno di legge di bilancio 2017 - Senato

Recenti statistiche⁶ indicano come i risultati registrati nel 2017 siano stati di gran lunga superiori alle aspettative iniziali, mostrando una raccolta netta pari a quasi 11 miliardi di euro (di cui circa 7,9 relativi a fondi di nuova istituzione e circa 3 concernenti fondi pre-esistenti), che rappresenta l'11% della raccolta netta dell'intera industria italiana del risparmio gestito nell'anno (97,4 miliardi), con un

⁴ Fonte: HM Revenue & Customs - Individual Savings Account (ISA) Statistics, August 2017.

⁵ Cfr. Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Relazione illustrativa al disegno di legge di bilancio integrato" - Legge di Bilancio 2017.

⁶ Cfr. Assogestioni, "Mappa trimestrale del Risparmio Gestito" 4° trimestre 2017.



patrimonio promosso di 15,8 miliardi⁷. La maggior parte dei flussi sono confluiti nei fondi bilanciati⁸, che hanno raccolto 6,1 miliardi (pari al 38,7% del totale), seguiti dagli azionari (poco meno di 5,4 miliardi – 34,1%) e dai prodotti flessibili (4,1 miliardi – 26%).

Tabella 2 – Sintesi Fondi aperti *PIR compliant* – Dicembre 2017

	RACCOLTA NETTA			NUMERO FONDI		PATRIMONIO PROMOSSO	
	4° tr. 2017	3° tr. 2017	Dic. 2017	Dicembre 2017		Dicembre 2017	
	€/Mln	€/Mln	€/Mln	N.ro	%	€/Mln	%
TOTALE	3.383,1	2.196,6	10.902,5	64	100%	15.769	100%
Fondi di nuova istituzione	2.661,1	1.768,5	7.864,0	40	62,5%	7.939	50,3%
Fondi pre-esistenti	722,1	428,0	3.038,6	24	37,5%	7.830	49,7%
<i>(Pre-esistenti a dic. 2016)</i>						<i>(4.080)</i>	
AZIONARI ITALIA	875,6	281,1	2.260,2	27	42,2%	5.376	34,1%
BILANCIATI	1.631,9	1.414,5	5.961,7	24	37,5%	6.100	38,7%
Bilanciati azionari	86,9	52,1	279,0	2	3,1%	285	1,8%
Bilanciati	588,7	532,6	1.848,8	10	15,6%	1.918	12,2%
Bilanciati obbligazionari	956,3	829,8	3.833,9	12	18,8%	3.897	24,7%
OBBLIGAZIONARI	31,6	4,7	75,2	3	4,7%	191	1,2%
Obbligazionari Italia	8,6	- 2,1	13,2	2	3,1%	81	0,5%
Obbligazionari misti	23,0	16,8	62,1	1	1,6%	110	0,7%
FLESSIBILI	844,0	486,3	2.605,4	10	15,6%	4.102	26,0%

Fonte: Assogestioni, “Mappa trimestrale del Risparmio Gestito” 4° trimestre 2017

Dalla lettura dei dati è evidente che, seppur sia degno di nota il flusso di liquidità indirizzato nei PIR da parte del piccolo risparmiatore, resta di fatto la prudenza del medesimo che preferisce l’investimento in titoli bilanciati, con rendimenti più bassi ma sicuramente meno rischiosi.

4. Caratteristiche e requisiti degli investimenti “PIR conformi”

Il regime agevolativo in precedenza menzionato è definito all’art. 1, commi da 100 a 114 della Legge di Bilancio per il 2017, che ha delineato i requisiti e i parametri che gli investimenti in questione devono rispettare al fine di godere dei benefici fiscali.

⁷ Da inizio 2017 sono 33 i soggetti che promuovono i fondi aperti *PIR compliant*, per un totale di 64 prodotti (40 di nuova istituzione e 24 invece pre-esistenti): per quanto riguarda il patrimonio promosso, dei 12,2 miliardi complessivi, circa 4 sono da attribuire a fondi pre-esistenti alla data di dicembre 2016.

⁸ Nello specifico ambito dei fondi bilanciati, gli strumenti più apprezzati sono stati i PIR bilanciati obbligazionari, che nel corso dell’anno hanno ricevuto sottoscrizioni per quasi 3,9 miliardi.



Per ciò che concerne i beneficiari, essi sono rappresentati esclusivamente da persone fisiche residenti nel territorio italiano (senza limiti di età⁹), che in ogni caso non possono detenere più di un piano individuale di risparmio, neanche in condivisione con altri soggetti.

Per quanto riguarda le caratteristiche tecniche e operative, affinché l'investimento sia *PIR-compliant*, è necessario il rispetto dei seguenti requisiti:

- 1) In base al disposto del comma 101, l'importo destinato al PIR non può superare € 30.000 l'anno fino ad un valore complessivo di € 150.000¹⁰, avendo riguardo, per ciascun anno solare, alla data di acquisto puntuale e a quella di cessione (o rimborso). Al fine del computo dei limiti in questione, si tiene conto delle somme affidate all'intermediario (bancario o finanziario, o all'impresa di assicurazione) ovvero, nel caso di conferimento di strumenti finanziari già posseduti, del loro valore alla data di conferimento¹¹. In relazione alle soglie sopra richiamate, giova sottolineare come il versamento all'interno del PIR di somme che superano il limite annuo e/o quello complessivo sia consentito, ancorché non possano beneficiare dell'agevolazione fiscale e vengano assoggettate alla tassazione ordinaria. Ad ogni modo, gli importi che eccedono il limite annuo di € 30.000 non verranno conteggiati ai fini del raggiungimento della soglia globale di € 150.000. Per quanto riguarda eventuali variazioni quantitative che possono intervenire nel corso della vita del piano, la norma ha tenuto conto delle sue caratteristiche di dinamismo e flessibilità, prevedendo che, in caso di prelievo della liquidità o di trasferimento degli strumenti finanziari¹², il valore del PIR si riduca di un ammontare corrispondente alle somme prelevate o al costo d'acquisto degli strumenti trasferiti: in una simile eventualità, di conseguenza, è comunque possibile destinare altre risorse nel piano, nello stesso anno del prelievo o del trasferimento o in anni successivi, osservando ad ogni modo il limite annuale di € 30.000¹³. A tale proposito, i redditi derivanti dagli investimenti "PIR conformi"¹⁴, essendo imputati all'investitore, se non sono prelevati sono considerati nuovi versamenti: incrementando la liquidità, dunque, tali somme accrescono anche il valore totale del piano di un importo corrispondente, e sono rilevanti al fine del computo della soglia annuale e complessiva.
- 2) In base al combinato disposto dei commi 101 e 102, la Legge dispone anche un vero e proprio *vincolo di composizione*, laddove stabilisce che in ciascun anno di durata del piano, per un periodo pari almeno ai due terzi dell'anno stesso, i valori destinati al PIR devono essere investiti per almeno il 70% dell'importo complessivo in strumenti finanziari "qualificati"¹⁵, vale a dire

⁹ La legge n. 232 al comma 100 non specificando il limite di età fa ritenere che si possa trattare anche di un minorenni. A quest'ultimo proposito, nella circolare n. 3/E dell'AdE si precisa che i redditi relativi ai rendimenti andranno trattati sulla scorta di quanto indicato nell'art. 4 del TUIR "*i redditi del minore soggetti all'usufrutto legale dei genitori*".

¹⁰ Di conseguenza, la soglia globale dell'investimento "PIR conforme" non può essere raggiunta in meno di 5 anni.

¹¹ Le soglie stabilite dal comma 101, tuttavia, in seguito alle modifiche apportate dall'art. 57 del D.L. 50/2017 non trovano applicazione per i soggetti richiamati dai commi 88 e 92 della legge di bilancio per il 2017, vale a dire gli enti di previdenza obbligatoria e le forme di previdenza complementare, a cui il Decreto in questione ha consentito di investire nei piani individuali di risparmio.

¹² Nel caso in cui siano destinati ad un altro rapporto, quest'ultimo può essere intestato anche al medesimo titolare.

¹³ Esemplificando, se si investono € 30.000 in un anno e si prelevano/trasferiscono valori per € 5.000, nel medesimo anno è possibile destinare al PIR un importo che non superi € 5.000. Tale ammontare può essere devoluto al piano anche in un anno successivo, qualora in tale anno non siano state già destinate somme per un importo superiore a € 25.000.

¹⁴ Attribuiti in regime di esenzione, ovvero senza l'applicazione di ritenute alla fonte e di imposte sostitutive, fin dalla costituzione del piano stesso.

¹⁵ Nell'ambito del quadro normativo in esame, è irrilevante se gli investimenti siano composti da strumenti di *equity* (azioni e quote di società) o da titoli rappresentativi di capitale di debito (es.: obbligazioni) dell'impresa. Giova sottolineare come,



anche non negoziati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, emessi da imprese residenti nel territorio dello Stato Italiano¹⁶. La Legge di Bilancio per il 2018¹⁷ modificando il comma 102, ha eliminato la disposizione precedente che escludeva dall'ambito degli strumenti finanziari qualificati ai fini PIR quelli emessi da imprese che svolgono attività immobiliare¹⁸. Il vincolo di investimento stabilito dalla norma impone altresì che nell'ambito di tali investimenti qualificati, una quota pari almeno al 30% (quindi il 21% dell'importo originario) deve essere destinato a strumenti finanziari emessi da imprese non quotate nel FTSE MIB o in indici equivalenti di mercati regolamentati esteri¹⁹. A tale proposito, è opportuno evidenziare come il comma 104 definisca investimenti qualificati anche le quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio, che impiegano almeno il 70% dell'attivo negli strumenti individuati al comma 102 (*infra*). In relazione a tale tipologia di investimento, tuttavia, è necessario approfondire un ulteriore aspetto molto rilevante: qualora le quote o azioni di OICR "PIR conformi" rappresentino una quota inferiore al 70% dell'importo complessivo, il PIR sarà *compliant* solo se al suo interno siano inseriti ulteriori strumenti finanziari qualificati, almeno fino a concorrenza della citata soglia del 70%²⁰. Riguardo al tema in questione, si è espresso anche il MEF, individuando una serie di strumenti finanziari che non possono configurare investimenti "PIR conformi", vale a dire:

- partecipazioni sociali considerate "qualificate" ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. c), del TUIR e del comma 100²¹. Dal momento in cui tale partecipazione sociale è posseduta e si

nella versione originaria della norma, il comma 101, in relazione agli investimenti qualificati, facesse riferimento al comma 90, che definisce il regime agevolativo per gli investimenti effettuati dagli enti di previdenza obbligatoria. Tale rimando, tuttavia era errato e non consentiva di individuare i requisiti necessari, in quanto stabilisce solo il regime fiscale di favore, senza identificare gli strumenti qualificati, rispetto ai quali opera un ulteriore rinvio al comma 89. Quest'ultimo, rispetto agli investimenti in OICR, non risulta compatibile con il comma 104, che definisce un esplicito riferimento al comma 102, il quale è richiamato anche dal comma 106, laddove stabilisce che gli strumenti finanziari cui far riferimento per essere "PIR conformi", sono quelli "*indicati ai commi 102 e 104*" (*infra*). A tale proposito, anche la relazione illustrativa al disegno di legge di bilancio per il 2017, nel definire la nozione di investimento qualificato, fa riferimento proprio alla disciplina posta per quest'ultima agevolazione. Ad ogni modo, a fugare i dubbi al riguardo, è intervenuto il D.L. n. 50 del 2017, che con l'art. 57, comma 2, lett. d), ha definitivamente sostituito il riferimento al comma 90 con il rinvio al comma 102.

¹⁶ Ai sensi dell'art. 73 del TUIR (D.P.R. 917/1986). Le imprese in questione possono essere residenti, ai fini delle imposte sui redditi, in Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio economico Europeo, purché presentino stabili organizzazioni nel territorio. La definizione di stabile organizzazione cui fa riferimento la normativa in esame è quella desumibile dall'art. 162 del TUIR. Il requisito della residenza o della stabile organizzazione nel territorio dello Stato deve essere posseduto in capo all'impresa al momento in cui il titolare del PIR effettua gli investimenti.

¹⁷ Legge 27 dicembre 2017, n. 205.

¹⁸ In base a quanto riportato nella Relazione Illustrativa alla Legge di Bilancio per il 2018, l'intervento normativo è teso ad ampliare la possibilità di offrire un portafoglio maggiormente diversificato agli investitori.

¹⁹ Sul tema, le Linee Guida emanate dal MEF stabiliscono che nel caso in cui, nel corso della durata del PIR, il successivo inserimento nell'indice in questione di società che risultavano escluse al momento dell'investimento iniziale, tale fattispecie, indipendente dalla volontà dell'investitore, non dovrà essere considerata rilevante al fine della verifica dei vincoli di composizione del PIR.

²⁰ A tal proposito, le Linee Guida del MEF indicano, esemplificando, che un investimento di 100 sarà dunque "PIR conforme" se per 70 (70% di 100) è costituito da strumenti finanziari qualificati (di cui almeno 21 – il 30% di 70 – è relativo ad imprese non incluse nel FTSE MIB). In tal caso, acquisendo quote o azioni di un OICR "PIR conforme" per 50, sarà necessario acquisire altri strumenti finanziari qualificati per un importo pari a 20, di cui almeno 6 (il 30% di 20) da destinare ad imprese non incluse nel FTSE MIB.

²¹ In ossequio a tali disposizioni, le percentuali di partecipazione o di diritti di voto indicate nel citato art. 67 vanno calcolate tenendo conto anche di quelle possedute dai familiari della persona fisica e delle società o enti da loro direttamente o indirettamente controllati, ai sensi dei numeri 1) e 2) del primo comma dell'art. 2359.



verificano i requisiti menzionati, si tratta di uno strumento finanziario che non può concorrere alla formazione dell'investimento "PIR conforme"²²;

- strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Stati o territori diversi da quelli indicati nella c.d. white-list di cui al Decreto del Ministro delle Finanze 4 settembre 1996;
- gli strumenti finanziari i cui proventi concorrono alla formazione del reddito complessivo imponibile.

- 3) In ossequio al disposto del comma 106, gli investimenti che compongono il piano devono essere detenuti per un periodo pari almeno a cinque anni: tale previsione appare coerente con la *ratio* della norma, i cui obiettivi principali sono da rinvenirsi, oltre che nella volontà di supportare l'economia reale e le piccole e medie imprese, nella propensione a favorire investimenti di medio e lungo periodo²³. Nel caso in cui il rimborso dell'investimento avvenga prima della scadenza del quinquennio, il *"controvalore conseguito deve essere reinvestito in strumenti finanziari"*²⁴ qualificati entro 90 giorni²⁵ decorrenti dalla data del rimborso stesso. In tale ottica, ai fini della fruizione delle agevolazioni, le linee guida del MEF stabiliscono inoltre che se l'importo rimborsato è relativo ad uno strumento finanziario qualificato, il reinvestimento non può essere fatto con uno strumento finanziario non qualificato, pena il meccanismo di recupero a tassazione. Diversamente, il rimborso di uno strumento non qualificato può essere sostituito da uno strumento sia qualificato che non qualificato. Il tutto nel rispetto delle somme complessivamente investite. Ed ancora, laddove alla cessione non dovesse far seguito il reinvestimento entro il limite temporale stabilito dalla norma, si configurerebbe il recupero a tassazione dei redditi relativi allo strumento ceduto, in base a quanto indicato dal secondo periodo del comma 106 (*infra*). In relazione agli OICR, il requisito del periodo di detenzione deve essere ovviamente riferito alle quote o azioni acquisite dall'investitore e non agli investimenti effettuati dall'OICR stesso.
- 4) La normativa in materia, attraverso il dettato del comma 103, stabilisce anche un vincolo di concentrazione relativo agli investimenti effettuati, disponendo che *"le somme o i valori destinati nel piano non possono essere investiti per una quota superiore al 10% del totale in strumenti finanziari di uno stesso emittente o stipulati con la stessa controparte o con altra società appartenente al medesimo gruppo dell'emittente"*. Tale limitazione si applica anche in relazione agli impieghi in liquidità (depositi e conti correnti), il cui ammontare non può eccedere la soglia suindicata. Analogamente rispetto a quanto in precedenza analizzato riguardo al *vincolo*

²² Di conseguenza, in relazione ai dividendi percepiti fino a quel momento, l'esenzione si configura se la partecipazione cui si riferiscono i dividendi stessi è rimasta non qualificata per l'intero *holding period*, mentre i dividendi percepiti dal suddetto momento non possono fruire dell'esenzione in esame, essendo relativi ad una partecipazione "qualificata": allo stesso modo, non può fruire di tale esenzione l'eventuale plusvalenza da cessione.

²³ La *ratio* di tale previsione, che condiziona la fruizione delle agevolazioni a un periodo minimo di detenzione degli strumenti, è esplicitata nelle Relazione di Accompagnamento al provvedimento di creazione dei PIR, laddove si tiene anche conto di un dato relativo alla permanenza media di investimenti in un fondo comune, pari generalmente a circa 2 anni e mezzo.

²⁴ A tale proposito, il controvalore menzionato dalla norma è rappresentato dall'importo ricevuto in sede di rimborso (comprensivo di eventuali plusvalenze e minusvalenze realizzate).

²⁵ Tale termine, in precedenza pari a 30 giorni è stato modificato ad opera del succitato D.Lgs. 50/2017 (art. 57).



di composizione stabilito dal comma 102, anche il limite alla concentrazione può non essere rispettato ininterrottamente, purché sia osservato almeno per i due terzi dell'anno²⁶.

Volendo riepilogare quanto sopra esplicitato, ovvero i vincoli di destinazione del risparmio in PIR a copertura di almeno i 2/3 dell'anno, avremo:

- per almeno il 49% in strumenti finanziari qualificati anche se presenti nell'indice FTSE MIB o, indici equivalenti se trattasi di mercati regolamentati esteri, di imprese residenti in Italia, in Stati membri UE o in Stati SEE con stabili organizzazioni in Italia;
- per almeno il 21% in strumenti finanziari qualificati non inclusi nell'indice FTSE MIB o, indici equivalenti se trattasi di mercati regolamentari esteri, di imprese residenti in Italia, in Stati membri UE o in Stati SEE con stabili organizzazioni in Italia;
- per il 30% in strumenti finanziari non qualificati di imprese, anche residenti negli Stati membri Ue o in Stati SEE, senza stabile organizzazione in Italia, purché venga garantito lo scambio di informazioni. In aggiunta ai predetti strumenti finanziari si possono considerare anche gli impieghi in liquidità, quali depositi e conti correnti (non oltre il 10% e)²⁷, e titoli di Stato italiani e stranieri.

Per garantire il rispetto dei suddetti limiti, l'intermediario o l'impresa di assicurazione che gestisce gli strumenti dei PIR devono tenere evidenza "*degli investimenti qualificati effettuati*" distinti per anni.

5. Aspetti operativi e gestionali

La Legge di Bilancio per il 2017 definisce alcuni dei principali profili di tipo operativo e gestionale dei PIR, atteso che per veicolare il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi in modo professionale, il Legislatore ha previsto un significativo coinvolgimento degli intermediari finanziari e delle imprese di assicurazione in qualità di soggetti deputati alla gestione degli investimenti stessi. In tal modo, secondo la Relazione di Accompagnamento alla norma, è possibile ottenere anche una diversificazione del portafoglio tale da contenere il rischio insito nello stesso, portandolo ad un livello adeguato alle esigenze del cliente *retail*, il cui profilo di investimento richiede una non eccessiva esposizione al rischio connesso alla detenzione di attività poco liquide. In particolare, il comma 101 stabilisce che il PIR può essere costituito attraverso:

- l'apertura di un rapporto di custodia o amministrazione²⁸ o di gestione di portafogli, accendendo un annesso conto corrente di appoggio, optando per l'applicazione del regime del risparmio amministrato²⁹;

²⁶ Secondo le Linee Guida del MEF, il requisito in questione deve essere verificato in riferimento ad ogni anno intero ricompreso nel PIR. Nel caso di un PIR aperto o chiuso nel corso dell'anno, il vincolo alla concentrazione deve essere rispettato per almeno i due terzi della frazione di anno in cui il piano è costituito o estinto.

²⁷ Per la quota del 10% in liquidità non vi è alcun vincolo dei 5 anni.

²⁸ La relazione di accompagnamento alla norma chiarisce che tra i rapporti ammessi rientrano anche quelli di amministrazione fiduciaria. A tale proposito, le Linee Guida del MEF evidenziano come, alla luce della prassi dell'Agenzia delle entrate - secondo la quale per l'applicazione del regime del risparmio amministrato da parte delle società fiduciarie è sufficiente la sussistenza di un rapporto di amministrazione e non è necessaria l'intestazione dei beni alle medesime società - anche ai fini della normativa in oggetto, l'amministrazione fiduciaria possa avvenire con o senza intestazione dei titoli, anche nel caso in cui gli stessi siano depositati presso intermediari non residenti.

²⁹ Di cui all'art. 6 del D.Lgs. 461/1997.



- un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione “PIR conforme”³⁰, stipulato con un operatore professionale;
- la creazione di un “*altro stabile rapporto*”, anche mediante la “mera” sottoscrizione di quote o azioni di un OICR “PIR conforme”³¹: l’esistenza di uno stabile rapporto può essere verificata, anche in assenza di un formale contratto di custodia o amministrazione, ad esempio nel caso di un “deposito virtuale” o una “rubrica fondi”, ovvero quando si tratti di titoli, quote o certificati che non possono formare oggetto di autonoma circolazione senza l’intervento dell’intermediario, come nell’ipotesi di titoli non cartolarizzati.

In base a quanto fin qui considerato, il PIR può essere costituito mediante l’intervento di:

- imprese di assicurazione residenti nel territorio dello Stato;
- imprese di assicurazione non residenti che operano nel territorio dello Stato tramite stabile organizzazione o in regime di libera prestazione di servizi con nomina di un rappresentante fiscale in Italia;
- intermediari abilitati all’applicazione del regime del risparmio amministrato³².

In caso di amministrazione fiduciaria, la costituzione del piano può essere effettuata “direttamente” dalla società fiduciaria, che provvederà alla gestione fiscale del PIR, ma può essere realizzata anche da altro intermediario, purché abilitato ad applicare il regime del risparmio amministrato; in una simile eventualità, la società fiduciaria si limiterà ad essere intestataria di un piano costituito presso altro intermediario, che provvederà alla gestione fiscale del PIR stesso.

In base a quanto fin qui analizzato, dunque, appare chiaro come, ai fini dell’applicazione delle agevolazioni previste, sia necessaria la creazione di un rapporto stabile e continuativo con l’intermediario (o con l’impresa di assicurazioni) che, in presenza di altri rapporti con lo stesso investitore, dovrà effettuare una separazione contabile delle somme destinate nei PIR e degli impieghi delle somme medesime. La Relazione Illustrativa del Governo sottolinea come la sussistenza di un simile rapporto con l’intermediario sia necessaria anche allo scopo di attribuirgli la responsabilità della gestione degli aspetti fiscali connessi al piano. Tale funzione, dunque, è necessaria sia alla luce dei succitati profili di rischio cui possono essere soggetti gli investimenti che compongono il PIR, sia per esigenze di accertamento da parte dell’Amministrazione finanziaria relative alla concessione di un’esenzione. In relazione agli aspetti operativi dei piani, è opportuno analizzare ulteriori elementi di dettaglio riguardo alle diverse tipologie di strumenti finanziari che possono comporli, con particolare riguardo a:

- PIR costituiti tramite sottoscrizione di quote o azioni di OICR: in primo luogo, giova sottolineare come, ancorché un simile strumento non configuri una partecipazione sociale qualificata ai sensi del comma 100, né in capo all’investitore, né in capo all’Organismo stesso, nel PIR non possono essere contenuti le quote o azioni di OICR i cui proventi concorrono a formare il reddito

³⁰ In questo caso non è richiesta l’opzione per il regime del risparmio amministrato, in quanto il rapporto di per sé può generare solo redditi di capitale di cui all’art. 44, comma 1, lett. g-quater, del TUIR.

³¹ Nell’ipotesi in questione, invece, è necessaria l’opzione per l’applicazione del regime del risparmio amministrato.

³² Gli strumenti finanziari devono essere depositati presso intermediari residenti o stabili organizzazioni di intermediari non residenti; è consentito, ad ogni modo, il sub deposito degli strumenti stessi presso intermediari non residenti.



complessivo dell'investitore³³. Il requisito temporale (detenzione per un periodo minimo di 5 anni) deve essere verificato con riferimento non agli investimenti effettuati dall'OICR, bensì alle quote o azioni dell'OICR acquisite dall'investitore, come già menzionato in precedenza. Ai fini dei limiti di investimento previsti (€ 30.000 annui e € 150.000 complessivi), i rendimenti che si cumulano durante l'*holding period* non sono considerati come nuovi investimenti e, di conseguenza, possono consolidarsi anche oltre le soglie in questione. Nel caso in cui gli strumenti non rappresentino un investimento qualificato ai sensi del comma 104 e garantiscano un rendimento minimo, attesa la mancanza di rischio in capo all'investitore, l'investimento stesso non è soggetto al limite alla concentrazione del 10% previsto dal comma 103 e può comunque concorrere fino al limite del 30% dell'investimento totale. In sostanza, i requisiti stabiliti dalla norma (vincoli di composizione e concentrazione³⁴ e il c.d. divieto di investimento in Paesi non collaborativi) devono essere applicati con riferimento all'attivo dell'OICR: nel caso in cui quest'ultimo sia "PIR conforme", le sue quote o azioni saranno comunque investimenti qualificati. Laddove, invece, il piano sia composto anche da strumenti finanziari diversi rispetto a quelli afferenti agli OICR "PIR conformi", i requisiti previsti dalla norma andrebbero verificati in relazione all'importo complessivo delle somme destinate al piano stesso. Qualora le quote o azioni dell'Organismo che rispettano i vincoli all'investimento rappresentino una frazione inferiore al 70%, il PIR sarà conforme solo nel momento in cui siano inseriti ulteriori strumenti finanziari qualificati che consentano di raggiungere la soglia in questione.

- PIR composti da OICR che investono in quote o azioni di altri organismi ("fondi di fondi"): anche le quote o azioni dei fondi di fondi possono essere considerati investimenti qualificati, laddove almeno il 70% dell'attivo sia investito in fondi che, a loro volta, destinano almeno il 70% in strumenti finanziari qualificati ai sensi del comma 102, rispettando altresì il vincolo di concentrazione del 10%. I parametri relativi all'investimento sono verificati in relazione agli attivi dei fondi sottostanti analogamente a quanto previsto dal comma 104, per gli OICR in genere. Come evidenziato al punto precedente, nel caso in cui la soglia del 70% non sia raggiunta, il rispetto dei vincoli all'investimento può essere verificato sommando alla suddetta quota gli investimenti effettuati dai fondi sottostanti non "PIR conformi" demoltiplicati per la quota di partecipazione a tali fondi. La verifica del limite alla concentrazione, automatica per la parte di attivo investita in OICR "PIR conformi", va, quindi, effettuata in capo al fondo di fondi.
- PIR costituiti tramite contratti di assicurazione: tale piano può essere composto da polizze di ramo I, III, "multiramo"³⁵, o anche da contratti di capitalizzazione (di cui al ramo V³⁶). Gli investimenti effettuati attraverso polizze assicurative devono rispettare i vincoli previsti dalla norma (es.: composizione, concentrazione, divieto di investimento in Paesi non collaborativi) in maniera analoga rispetto a quanto analizzato per gli OICR. Inoltre, come nel caso di PIR costituito da fondi

³³ Ad esempio, gli OICR esteri, diversi da quelli immobiliari, non conformi alle direttive comunitarie e il cui gestore non è soggetto a forme di vigilanza di cui all'art. 10-ter, comma 6, della L. 77/1983.

³⁴ Nel computo del c.d. limite alla concentrazione non si tiene conto della liquidità detenuta per esigenze di tesoreria presso il depositario.

³⁵ Vale a dire una combinazione delle due tipologie.

³⁶ In base al Codice delle Assicurazioni Private (D.Lgs. 209/2005), i diversi rami delle polizze citati si riferiscono, rispettivamente a: assicurazioni sulla vita (I); assicurazioni le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di OICR o di fondi interni ovvero ad indici ed altri valori di riferimento (III); operazioni di capitalizzazione (V).



di fondi, i requisiti in questione devono essere verificati tenendo in considerazione gli attivi: laddove i fondi interni e/o gli OICR e/o le gestioni separate sottostanti al contratto non siano, di per se stesse “PIR conformi”, rilevano i singoli investimenti qualificati al loro interno, così come risultanti dal meccanismo di demoltiplicazione degli investimenti³⁷. Nel caso di PIR costituito attraverso una polizza assicurativa, il titolare rimane in ogni caso il contraente. Per ciò che concerne il requisito dell’*holding period*, l’elemento rilevante è rappresentato dai premi versati in base al contratto sottoscritto dall’investitore e non dagli strumenti finanziari nei quali i premi stessi sono stati investiti, indipendentemente dalla durata del rapporto contrattuale. Nell’ipotesi di riscatto della polizza (totale o parziale), si applica una sorta di metodo FIFO, in quanto si considerano riscattati in via prioritaria i premi versati per primi: di conseguenza, se al momento del riscatto alcune somme sono riferibili a premi versati da meno di 5 anni, saranno assoggettate a tassazione ordinaria, in quanto potranno beneficiare dell’esenzione solo i rendimenti riferiti ai premi versati da oltre 5 anni. Come già analizzato in relazione agli OICR, anche nel caso di PIR assicurativi, ai fini del calcolo delle soglie massime stabilite dalla norma (€ 30.000 all’anno e € 150.000 come importo complessivo), i rendimenti cumulati non possono essere considerati come nuovi investimenti e, pertanto, potranno essere acquisiti e consolidati anche oltre i limiti previsti per gli investimenti “PIR conformi”.

6. Profili fiscali e vantaggi per gli investitori: regime agevolativo e impatto sul bilancio dello Stato

La principale agevolazione accordata ai PIR che rispettano i requisiti esaminati riguarda l’introduzione di un regime di non imponibilità dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria derivanti dagli investimenti effettuati in un piano di risparmio a lungo termine. Tale agevolazione, definita dal comma 100, si estrinseca in un regime di esenzione dalle imposte sostitutive e dalle ritenute generalmente applicate sui redditi in questione, con esclusione dei proventi di natura finanziaria derivanti da partecipazioni qualificate³⁸.

Come in precedenza sottolineato, la norma in questione individua sia l’ambito soggettivo che oggettivo di applicazione dell’agevolazione in commento: in relazione al primo profilo, possono godere dell’esenzione le persone fisiche residenti nel territorio dello Stato che conseguono i proventi in

³⁷ Analogamente, anche il divieto di investimento in soggetti residenti in Paesi non collaborativi va verificato avendo riguardo agli attivi dell’impresa di assicurazione. In particolare, per ciò che concerne le polizze “gestioni separate” delle polizze del ramo I, anche se presenti nelle polizze multiramo, sono, nella sostanza, “portafogli di titoli” gestiti dall’impresa di assicurazione al fine di garantire le prestazioni predeterminate e rivalutabili derivanti dalle polizze stesse. Attesa l’assenza di rischio in capo all’investitore, laddove non rappresentino investimenti qualificati (e, quindi, nei limiti del 30% dell’investimento totale) tali gestioni non sono soggette alla soglia di concentrazione del 10% prevista dal comma 103. In relazione alle polizze di ramo III, d’altra parte, il loro valore può essere collegato a: (i) a OICR esterni: in tale eventualità, l’investimento deve essere composto per almeno il 70% dei premi versati a fronte della polizza da strumenti impiegati in OICR “PIR conformi”; (ii) “fondi interni assicurativi”: in questo caso la polizza è “PIR conforme” se almeno il 70% dei premi versati è investito in fondi interni i cui regolamenti rispettano le previsioni di cui al comma 104, al pari dei regolamenti degli OICR esterni. Se la quota investita in OICR o fondi interni “PIR conformi” è inferiore al 70% dei premi versati, tale parametro deve essere verificato sommando alla predetta quota le percentuali demoltiplicate dei singoli investimenti qualificati all’interno dei fondi interni e/o OICR e/o gestioni separate non “PIR conformi”.

³⁸ Considerate tali ai sensi dell’art. 67, comma 1, lett. c), del TUIR.



questione al di fuori dell'esercizio di impresa commerciale; d'altro canto, sotto il profilo oggettivo, tali somme sono quelle inquadrabili secondo una delle tipologie di redditi di capitale e di redditi diversi indicati, rispettivamente, all'art. 44 e all'art. 67, comma 1, dalla lett. c-bis) alla lett. c-quinquies), del testo unico delle imposte sui redditi (TUIR).

Come sopra menzionato, tuttavia, la perdita dei requisiti stabiliti dalla legge, ad esempio in relazione al mancato rispetto dell'*holding period* degli strumenti finanziari inseriti nel piano, comporta l'assoggettamento dei redditi percepiti nel periodo di detenzione dell'investimento al regime ordinario, oltre all'applicazione di interessi senza irrogazione di sanzioni³⁹.

Il comma 106 stabilisce che, ai fini del versamento delle imposte e degli interessi dovuti, gli intermediari possono effettuare disinvestimenti o chiedere la provvista al titolare del piano. Tuttavia, anche se per gli strumenti finanziari non è ancora maturato l'*holding period*, nel caso in cui il disinvestimento sia effettuato al fine di versare all'erario le imposte dovute, secondo le Linee Guida del MEF non si procede al recupero a tassazione dei redditi derivanti dai predetti strumenti, laddove i disinvestimenti non causino la violazione dei vincoli di composizione e concentrazione del piano. Le stesse conseguenze possono essere previste, dunque, per le dismissioni realizzate per effettuare il pagamento dell'imposta di bollo⁴⁰ sugli estratti conto e sulle comunicazioni relative a prodotti finanziari contenuti nel PIR.

Gli intermediari possono effettuare i disinvestimenti in esame solo nel caso in cui la provvista da parte dell'investitore non sia sufficiente: in tale evenienza, nello stesso anno in cui è avvenuta l'alienazione, al titolare del piano non è consentito il successivo investimento di somme equivalenti.

Laddove gli strumenti finanziari contenuti nel PIR violino il requisito temporale, il regime agevolativo viene meno *ex tunc*: di conseguenza, l'aliquota di imposta applicabile è quella vigente al momento della percezione dei proventi, essendo questo il momento in cui si è verificato il presupposto impositivo, oltre agli interessi e senza applicazione di sanzioni⁴¹.

In relazione ai parametri imposti dalla norma, giova sottolineare anche come, in caso di decesso della persona fisica titolare del PIR, venga meno uno dei requisiti stabiliti dalla legge per fruire dell'agevolazione: il comma 100, infatti, stabilisce che non sono soggetti ad imposizione i redditi derivanti dagli investimenti in PIR che, ai sensi del successivo comma 101, sono costituiti attraverso l'apertura di un rapporto che prevede "*l'esercizio dell'opzione per l'applicazione del regime del risparmio amministrato*" di cui all'art. 6 del D.Lgs. 461/1997 o "*di un contratto di assicurazione sulla vita o di capitalizzazione*". Di conseguenza, poiché il titolare del PIR è la persona fisica che ha esercitato l'opzione o stipulato i contratti sopra menzionati, la perdita di un requisito successivamente all'apertura del piano ne determina la chiusura. Ad ogni modo, siccome il decesso non consente di verificare il rispetto da parte dell'investitore dell'*holding period* relativo agli strumenti finanziari che compongono il piano, è possibile evitare l'applicazione del meccanismo del recupero a tassazione previsto dai commi 106 e 107, ai redditi degli strumenti finanziari che, al momento del decesso, non hanno maturato il requisito temporale⁴². Oltre che in relazione alle imposte sui redditi, il comma 114 definisce un'ulteriore agevolazione, vale a dire l'esenzione dall'imposta di successione relativa agli

³⁹ Comma 107 legge n. 232/2016.

⁴⁰ Di cui all'articolo 13, della Tariffa, parte prima, allegata al decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 642.

⁴¹ È quanto è indicato nel comma 106 della legge n. 232 del 2016.

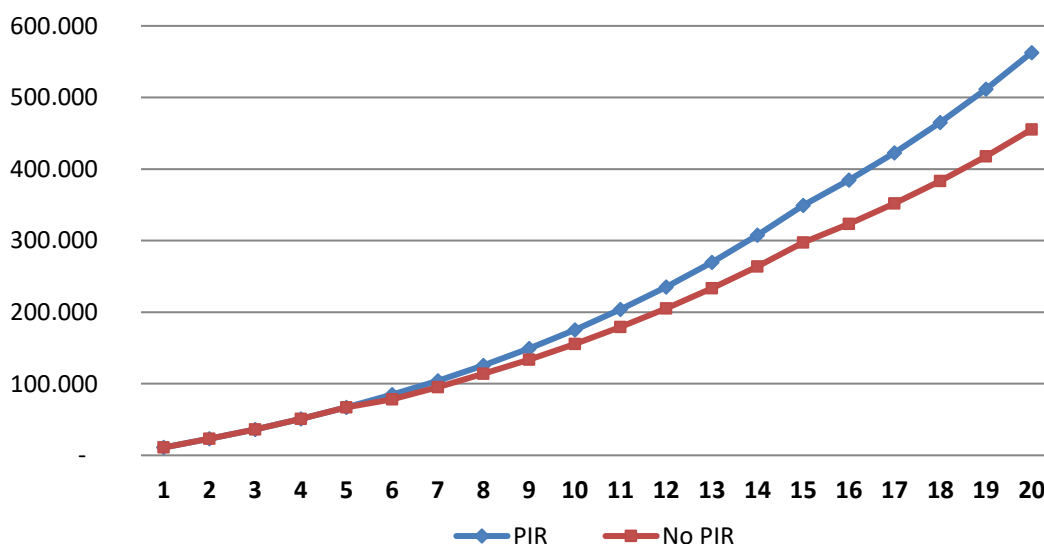
⁴² Compresi i redditi di capitale relativi alle quote di OICR detenute nel PIR maturati alla data di apertura della successione che, diversamente, sarebbero assoggettati a tassazione al momento dell'intestazione in capo all'erede.



strumenti finanziari che compongono il piano in caso di trasferimento a causa di morte⁴³. La fattispecie che la norma in questione faccia esplicito riferimento esclusivamente ai trasferimenti *mortis causa*, porta ad escludere che il regime di favore in argomento possa trovare applicazione anche per i trasferimenti *inter vivos*, quali ad esempio quelli di carattere donativo⁴⁴.

Dal punto di vista strettamente operativo, la convenienza per un investitore può essere quantificata piuttosto agevolmente: ipotizzando di investire € 30.000 all'anno per 5 anni (€ 150.000 alla fine del quinquennio) e di ottenere un rendimento annuo del 2,5%, dopo 10 anni l'utile atteso sarebbe pari a circa € 32.878 e il risparmio conseguibile in termini fiscali pari a € 8.547 di tasse⁴⁵, pari a circa il 5,7% sul capitale investito. L'opportunità di investire in un PIR deve essere valutata anche alla luce dell'orizzonte temporale dell'investimento, in quanto nel caso in cui le somme impiegate nel piano siano mantenute per un lasso di tempo ampio, l'effetto sul capitale della mancata tassazione diventa sempre più rilevante⁴⁶, come esplicitato nel grafico seguente, che mostra i rendimenti relativi a un investimento impostato in base a un versamento annuo di € 10.000 per 15 anni e un rendimento medio annuo del 10%. In questo caso, il risparmio connesso a impieghi "PIR conformi" è pari a oltre € 100.000. Ragionando in termini più ampi di *asset allocation*, la convenienza dei PIR, ovviamente, non va valutata in senso astratto, bensì in riferimento agli impieghi alternativi che un investitore può potenzialmente individuare, a partire, ad esempio, dai fondi pensione, rispetto ai quali i piani in questione possono essere alternativi ma anche complementari⁴⁷.

Figura 1 - Confronto rendimento PIR / No-PIR in base all'orizzonte temporale



Fonte: elaborazione propria

⁴³ Tale previsione può essere significativa per ampliare la platea dei soggetti interessati, estendendola in maniera significativa non solo a chi ha un orizzonte di investimento lungo, ma anche a soggetti già in età avanzata.

⁴⁴ Tale orientamento è confermato dall'Agenzia delle Entrate nell'ambito della citata Circolare n. 3/E del 2018.

⁴⁵ In base all'aliquota del 26%.

⁴⁶ In base alle assunzioni dell'esempio precedente, su un orizzonte temporale di 20 anni, il risparmio conseguibile è di € 16.723, pari a oltre l'11% del capitale investito.

⁴⁷ A tale proposito, è necessario effettuare anche un'altra valutazione di tipo fiscale: atteso che i fondi in oggetto scontano l'imposizione nel momento in cui si realizza una plusvalenza, giova sottolineare come fino all'importo annuo di € 5.164, i versamenti sono deducibili. Di conseguenza, oltre tale soglia può essere più conveniente investire in PIR.



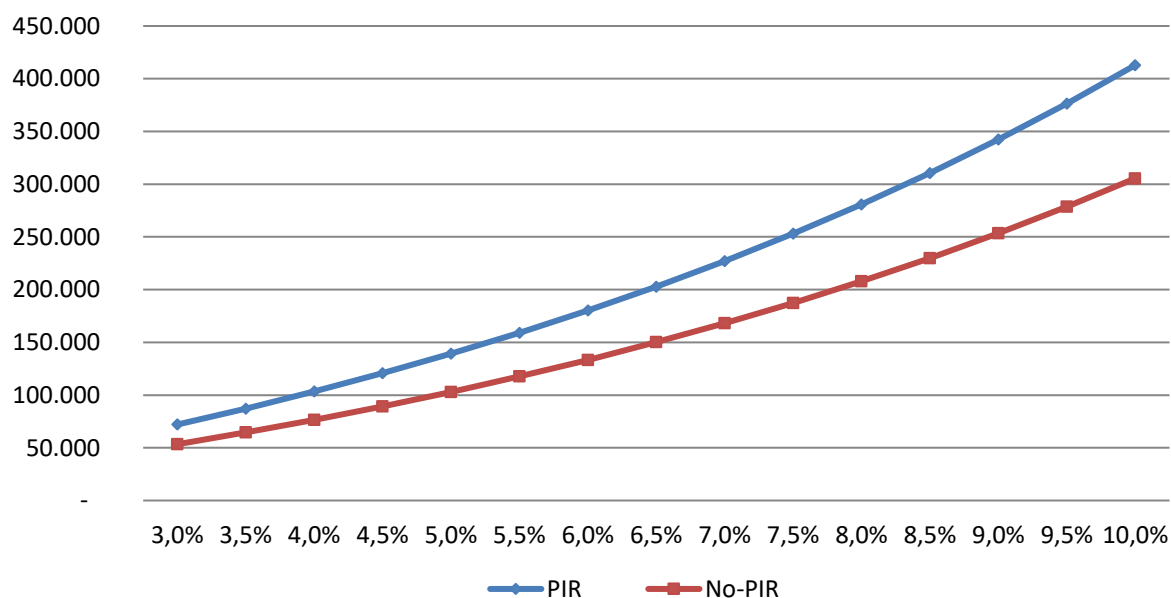
Atteso il beneficio fiscale previsto dalla norma, inoltre, appare evidente come all'aumentare del rendimento medio atteso, cresca l'opportunità di impiegare somme disponibili all'interno di un PIR, come si evince dai dati della tabella seguente e dal grafico successivo, elaborati sulla base degli stessi input della precedente esemplificazione.

Tabella 3 – Confronto PIR / no-PIR in base al rendimento

Rendimento annuo	Valore PIR	Valore No-PIR	Differenza
3,0%	72.081	53.340	18.741
3,5%	87.193	64.523	22.670
4,0%	103.362	76.488	26.874
4,5%	120.662	89.290	31.372
5,0%	139.173	102.988	36.185
5,5%	158.980	117.645	41.335
6,0%	180.174	133.329	46.845
6,5%	202.852	150.111	52.742
7,0%	227.119	168.068	59.051

Fonte: elaborazione propria

Figura 2 - Confronto PIR / No-PIR in base al rendimento



Fonte: elaborazione propria

In ultimo, giova sottolineare come, in relazione ai rendimenti, i dati disponibili per il 2017 fanno registrare performance dei fondi PIR attivi di gran lunga superiore, ad esempio a quella degli ETF: una recente analisi mostra infatti come, in un orizzonte temporale di 6 mesi, i fondi PIR analizzati abbiano



superato l'ETF ITAMID con una *sovraperformance* media pari al 3,02%, mentre in un orizzonte a 3 mesi, tale valore è stato pari, in media, all'1,1%⁴⁸.

Tali prestazioni, unitamente a rendimenti generati dalle Mid-Small Caps italiane, fanno ipotizzare una significativa diffusione dei PIR per il prossimo futuro.

Per quanto riguarda l'impatto dei benefici fiscali in oggetto sul bilancio dello Stato, la Relazione alla Legge di Bilancio 2017 imposta l'analisi in oggetto partendo dalla somma delle ritenute sugli interessi, i redditi di capitali e le plusvalenze da cessione di azioni registrati nel 2014, risultate pari a circa 13,8 miliardi di euro⁴⁹. Ipotizzando che la quota di titoli di Stato rappresenti il 20% della composizione dei portafogli, è stata definita un'aliquota media pari al 20,9%⁵⁰. Applicando tale valore, la base imponibile di riferimento risulta pari a circa 66 miliardi di euro e, considerando che il valore delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane ammontava a 2.969 miliardi di euro⁵¹, si evince che il rendimento medio realizzato dagli impieghi in questione sia stato pari a circa il 2,2%. Ciò premesso, considerando che il Governo ha prudenzialmente ipotizzato che le somme che compongono i piani individuali di risparmio siano interamente investite in strumenti finanziari con l'esclusione dei titoli di Stato, gli effetti in termini di mancato gettito sono stati valutati applicando l'aliquota del 26%, come evidenziato nella tabella sottostante.

Tabella 4 - Previsioni su variazione di gettito – in termini di competenza - connessa alle agevolazioni per i PIR

			2017	2018	2019	2020	2021
A	N. piani di investimento	N.	120.000	180.000	240.000	300.000	360.000
B	Conferimento medio	€	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
C	Totale conferito nell'anno	€/Mil	1.800	2.700	3.600	4.500	5.400
D	Totale conferito cumulato	€/Mil	1.800	4.500	8.100	12.600	18.000
E	Reddito in assenza PdR (D x 2,2%)	€/Mil	39,6	99,0	178,2	277,2	396,0
F	Variaz. gettito (E x 26%)	€/Mil	- 10,3	- 25,7	- 46,3	- 72,1	- 103,0

Fonte: Relazione Illustrativa al disegno di legge di bilancio 2017 - Senato

7. I vantaggi per le imprese

Uno dei principali vantaggi connessi all'introduzione dei PIR riguarda lo stimolo fornito dagli incentivi fiscali all'immissione di risorse finanziarie nell'economia reale e, in particolare, a supporto delle piccole

⁴⁸ Fonte: Bloomberg.

⁴⁹ Fonte: Istat - Sintesi dei conti e degli aggregati economici delle Amministrazioni Pubbliche.

⁵⁰ Tale calcolo nasce dalla considerazione che nel 2014 l'imposizione fiscale sui proventi finanziari era pari al 12,5% per i titoli di Stato, mentre per gli altri proventi la tassazione prevista era del 20% per i primi 6 mesi e del 26% a partire dal secondo semestre 2014, si è proceduto a calcolare l'aliquota impositiva media per ricavare implicitamente l'ammontare della base imponibile implicita di riferimento. La ritenuta media ponderata applicata a detti proventi, ipotizzando – come detto – che la quota di titoli di Stato ammonti al 20% del totale degli importi investiti, è stata pari al 20,9% $(0,125 \times 0,2 + 0,8 \times (0,2 + 0,26) / 2)$.

⁵¹ Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.



e medie imprese. I vincoli in precedenza menzionati, imponendo che il 21% (il 30% del 70%) del valore complessivo del piano debba essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE Mib di Borsa italiana o in indici equivalenti, destinano di fatto i flussi verso aziende con minore capitalizzazione, quali quelle quotate nel segmento AIM. Tale previsione, dunque, può costituire anche un incentivo alla quotazione per le imprese, generando un trend virtuoso che le conduca alla ricerca di nuovi capitali privilegiando, grazie alla quotazione su mercati ad hoc, il ricorso a strumenti di *equity* rispetto all'indebitamento, contribuendo in tal modo anche al rafforzamento della struttura patrimoniale delle PMI italiane⁵².

I benefici fiscali previsti dalla norma, inoltre, spostano l'interesse dei potenziali investitori verso tale forma di impiego dei capitali, anche a discapito dei titoli di Stato: mentre, in via generale, l'investimento in tali strumenti è incentivato grazie a una tassazione più favorevole rispetto a quella ordinaria (12,5% rispetto a 26%), attraverso le agevolazioni stabilite per i PIR tale difformità viene meno. In mancanza di una simile previsione, probabilmente, il risparmio delle famiglie sarebbe comunque maggiormente orientato verso i titoli di Stato, che al regime fiscale agevolato abbinano anche un profilo di rischio più basso, a maggior ragione se confrontato con strumenti emessi da piccole e medie imprese.

È bene sottolineare come nulla venga specificato sulla necessità, per le imprese, di indicare i propri programmi di investimento a medio-lungo termine, al fine di evitare che i flussi finanziari dei PIR possano alimentare esclusivamente il circuito del fabbisogno finanziario di breve periodo. Il che rischierebbe di non garantire rendimenti idonei a soddisfare i risparmiatori rispetto ad investimenti alternativi.

8. Costi per l'investitore e criticità

Nella valutazione complessiva sulla convenienza dei piani individuali di risparmio, è necessario analizzarne anche eventuali criticità, connesse sia a tematiche generali di *asset allocation* che a valutazioni più strettamente relative ai costi associati all'utilizzo di tali strumenti. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, appare opportuno rilevare come, in molti casi, gli oneri da sostenere possano essere significativi in quanto, oltre a commissioni di gestione e d'ingresso, molti piani presentano anche commissioni di performance, il cui calcolo è effettuato in maniera non omogenea tra tutti i gestori. Alcuni prodotti, inoltre, possono prevedere anche oneri legati all'eventualità di disinvestimento prima dei 5 anni, che andrebbero a sommarsi agli esborsi connessi con il recupero a tassazione dei redditi generati.

A tale proposito, considerando come le commissioni medie dei fondi comuni aperti italiani siano pari all'1,5%, varrà sottolineare come, in base alla composizione, i PIR possano risultare costosi, atteso che il parametro sopra menzionato registra un valore pari al 2,9% per i fondi azionari, all'1,1% per gli obbligazionari e all'1,4% per quelli bilanciati⁵³. Per quanto riguarda più specificamente i fondi "PIR

⁵² A tale proposito, giova sottolineare come anche il mercato per le piccole e medie imprese (AIM) stia mostrando *performance* ragguardevoli: secondo i dati di Borsa Italiana, anche grazie all'effetto dei PIR, il 2017 ha registrato una raccolta di *equity* di 1,26 miliardi di euro, in aumento di oltre il 500% rispetto al 2016, con 24 nuove piccole e medie imprese quotate.

⁵³ Giova sottolineare, tuttavia, che in alcuni casi le commissioni di sottoscrizione non vengano applicate, o siano ad ogni modo attribuite in maniera scontata da parte del collocatore.



conformi”, i risultati di un’analisi condotta sui principali fondi disponibili mostrano come la commissione di gestione raggiunga un valore medio dell’1,5%, mentre l’*ongoing charge* (l’indicatore che include le commissioni di gestione e le altre spese ricorrenti) sale all’1,6% e le commissioni di ingresso sono pari al 2,5%⁵⁴; le commissioni di *performance*, d’altro canto, laddove previste possono raggiungere valori compresi in un *range* variabile tra il 10% e il 20% dell’extra-rendimento rispetto al *benchmark*⁵⁵. Attualmente, tra gli strumenti maggiormente onerosi, figurano i PIR assicurativi, i cui costi diretti di gestione arrivano anche a superare il 4%⁵⁶.

Agli oneri connessi alle commissioni, inoltre, possono aggiungersi una serie di costi accessori relativi all’apertura e tenuta del conto titoli, alla negoziazione degli strumenti quotati in Borsa, e così via.

Di conseguenza, i benefici fiscali concessi dalla norma vanno comparati con il costo totale connesso all’apertura e gestione di un PIR: nel caso di un investimento azionario che presenti un rendimento del 6%, ad esempio, i vantaggi ottenuti in termini di risparmio di imposte (pari al all’1,56%⁵⁷) potrebbero in qualche eventualità non essere sufficienti a remunerare gli oneri da sostenere⁵⁸.

Altre criticità relative ai Piani individuali di risparmio possono essere rinvenute in relazione a profili più generali di *asset allocation*: dal punto di vista della gestione del rischio, ad esempio, i PIR possono essere considerati come un concentrato di “rischio Italia”, per l’elevata concentrazione di strumenti finanziari emessi da aziende residenti sul nostro territorio, che non consente un’ottimale diversificazione geografica. Inoltre, la presenza nel portafoglio di una quota rilevante di azioni *Small-Mid Cap* implica in molti casi anche un’alta volatilità e un significativo rischio di illiquidità degli *asset* acquisiti (anche nel caso di obbligazioni): tale fattispecie può portare a un rilevante incremento del rischio specifico del portafoglio, il cui grado di diversificazione complessivo potrebbe non raggiungere un livello ottimale, attesa la concentrazione in azioni e obbligazioni, che può comportare una distribuzione non equilibrata tra le diverse *asset class* detenute in portafoglio.

9. Recenti novità normative ed evoluzioni future

La disciplina riguardante i PIR ha subito di recente alcune rilevanti modifiche, principalmente ad opera del D.L. 50/2017 (c.d. “Manovrina”): come in precedenza menzionato, l’art. 57 della norma in questione consente di estendere le agevolazioni fiscali previste per le persone fisiche anche alle Casse di previdenza e ai Fondi pensione che sottoscrivano strumenti “PIR conformi”. La *ratio* di tale innovazione segue l’intento generale dell’impianto normativo relativo ai piani individuali di risparmio, teso a far confluire risorse finanziarie a sostegno dell’economia reale e, in particolare, delle piccole medie imprese. Le casse di previdenza ed i fondi pensione possono investire fino al 5% del proprio attivo patrimoniale, il cui incremento negli anni a venire rappresenta la base di calcolo nella definizione del 5%. È quanto è stato chiarito anche dall’Agenzia delle Entrate con la circolare n. 3/E del 2018.

⁵⁴ Fonte: Morningstar e Assogestioni, cfr. Il Sole 24 Ore Plus, 12 febbraio 2018, “Quanto costano i Pir: commissioni a confronto su 58 prodotti”.

⁵⁵ Fonte: Morningstar, Borsa Italiana o prospetti delle case prodotto.

⁵⁶ Cfr. Il Sole 24 Ore Plus, 10 febbraio 2018, “Piani assicurativi: i costi superano il 4% annuo”.

⁵⁷ Pari al 26% del 6%.

⁵⁸ Per una più attenta disamina sui costi relativi alla sottoscrizione dei PIR si veda *Plus – Il sole 24 Ore* del 10 febbraio 2018.



La grande diffusione e il gradimento dei piani individuali di risparmio ha portato il Governo ad estenderne la portata applicativa nell'ambito della Legge di Bilancio per il 2018⁵⁹: come sopra specificato, l'inclusione degli strumenti emessi da società immobiliari tra quelli considerati "qualificati" (contribuendo alla quota del 70%) ai fini delle agevolazioni previste, può rappresentare un'ulteriore opportunità per gli investitori, soprattutto in un'ottica di diversificazione del portafoglio e riduzione dei rischi, anche alla luce di quanto già considerato in relazione ai più generali profili di *asset allocation*. Le società immobiliari che rientrano nella gestione del 70%, secondo il disposto del comma 102, sono società la cui attività esclusiva o prevalente si realizza nella costruzione e/o ristrutturazione degli immobili ovvero nell'acquisto e rivendita dei medesimi. Si tratta in buona sostanza di società per le quali gli immobili rappresentano un "bene merce".

È stato chiarito, inoltre, il dubbio sulla non cumulabilità tra gli incentivi fiscali relativi ai PIR e quelli riferiti alle Start up innovative. A questo proposito è intervenuta la circolare n. 3/E del 2018 che ha stabilito come sia possibile finanziare gli investimenti effettuati da soggetti Irpef ed Ires nel capitale sociale delle start up innovative cumulativamente rispetto agli investimenti in strumenti finanziari, mediante i piani di risparmio, realizzati da persone fisiche al di fuori di attività commerciali. Di conseguenza, si ritiene che gli investitori persone fisiche possano beneficiare di entrambe le agevolazioni indicate dai differenti strumenti di supporto alla liquidità delle imprese.

Per concludere, tra le novità introdotte dalla legge di bilancio 2018, sono ricomprese tra gli investimenti *PIR compliant* anche le quote di prestiti di fondi di credito cartolarizzati e gli strumenti di *peer to peer lending* gestiti mediante piattaforme da società iscritte all'albo degli intermediari finanziari tenuto dalla Banca d'Italia (art. 104 del TUB), istituti di pagamento la cui attività è prevista nell'art. 114 del TUB o da soggetti che seppur appartenenti ad altri stati membri dell'UE operano sul territorio italiano nel rispetto della normativa prevista nell'art.1 comma 73 della legge di bilancio.

Probabilmente, gli sviluppi futuri potranno considerare un ulteriore allargamento delle *asset class* che potenzialmente sono individuabili come investimenti qualificati, al fine di avvicinare sempre più i PIR alle esperienze internazionali in precedenza analizzate, anche in relazione a strumenti maggiormente innovativi. Un intervento in tale direzione ampliherebbe le possibilità di impiego per la rilevante liquidità a disposizione degli investitori.

⁵⁹ Legge 27 dicembre 2017, n. 205.