



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

AIPB ASSOCIAZIONE
ITALIANA
PRIVATE
BANKING

 **Intermonte**

Quaderni di ricerca Intermonte

**Economia reale e *Private Banking*:
una analisi dell'impatto del settore
sul Paese**

Indice

	pagina
Presentazione	3
<i>Executive summary</i>	5
1. Il risparmio e l'Economia "reale" in Italia	7
□ Definizione di Economia "reale"	7
□ L'Economia "reale" e il risparmio nella contabilità nazionale	8
□ Le imprese quotate sui mercati borsistici	9
□ I flussi finanziari verso l'Economia "reale" in Italia	10
□ Alcune considerazioni	17
2. Le <i>policy</i> di sostegno finanziario all'Economia "reale"	19
□ Le <i>policy</i> nazionali	19
□ Le <i>policy</i> europee	25
3. Private Banking ed Economia "reale"	27
□ Il Private Banking in Italia: caratteristiche ed evoluzione del settore	27
□ Private Banking e Economia "reale" italiana: l'impatto del settore	28
□ Alcune considerazioni	31
4. Conclusioni	35
Bibliografia	37
Il gruppo di ricerca	39

Indice delle Figure e delle Tabelle

pagina

Figura 1.1	Andamento del PIL e della produzione industriale in Italia negli ultimi 10 anni.	8
Figura 1.2	Il potere d'acquisto e il risparmio delle famiglie italiane negli ultimi 10 anni.	9
Figura 1.3	Le società quotate sui listini azionari di Milano. Sono esclusi i segmenti Global Equity Market e MIV.	9
Figura 1.4	Andamento di alcuni indici relativi ai listini azionari di Borsa Italiana, negli ultimi 10 anni. Base 100 = valore dell'indice al 30/12/2009 (30/12/2013 per FTSE AIM Italia).	10
Figura 1.5	Confronto fra lo <i>stock</i> delle passività delle imprese non finanziarie italiane rispetto allo <i>stock</i> della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Dati al 31/12/2018 (valori in € miliardi).	12
Figura 1.6	Lo <i>stock</i> di investimenti finanziari dal resto del mondo all'Italia, e dall'Italia al resto del mondo, al 31/12/2018.	13
Figura 1.7	Scomposizione dello <i>stock</i> di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati. Valori al 31/12/2018.	16
Figura 2.1	Flusso trimestrale della raccolta netta dei fondi PIR e numero di prodotti attivi. Dati in € milioni.	20
Figura 2.2	Il flusso della raccolta delle PMI da emissioni di <i>minibond</i> in Italia (collocamenti di società non bancarie).	21
Figura 3.1	Quota di ricchezza delle famiglie italiane gestita dal Private Banking (dati al 30 giugno 2019).	27
Figura 3.2	Portafogli gestiti dal Private Banking a confronto con quelli degli altri operatori (dati al 30/6/2019).	28
Figura 3.3	Raccolta amministrata e investimento diretto in Economia "reale" dei portafogli Private. Valori in € miliardi.	30
Figura 3.4	Raccolta gestita e investimento indiretto in Economia "reale" dei portafogli Private. Valori in € miliardi.	31
Figura 3.5	Risorse Private investite indirettamente in Economia "reale", divise per paese di emissione del fondo d'investimento. Valori in € miliardi.	31
Figura 3.6	Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking: <i>stock</i> di investimenti integrati in Economia "reale".	32
Tabella 1.1	Attività e passività dei settori istituzionali in Italia. Consistenza al 31/12/2018 (valori in € miliardi).	11
Tabella 1.2	Matrice fonti-impieghi dei settori istituzionali in Italia, al 31/12/2018. Valori in € miliardi.	14
Tabella 1.3	La matrice <i>F</i> . Incidenza percentuale delle fonti (sulle colonne) finanziate da diverse categorie istituzionali (sulle righe). Valori al 31/12/2018.	14
Tabella 1.4	Risultati del modello 'input-output'. <i>Stock</i> di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati. Valori al 31/12/2018.	15
Tabella 1.5	Risultati del modello 'input-output'. <i>Stock</i> di finanziamento dalle Famiglie alle Società non finanziarie e alla Pubblica Amministrazione, in termini diretti e integrati. Confronto fra le situazioni al 31/12/2017, al 31/12/2018, e al 30/6/2019. È indicato fra parentesi l'incremento sul periodo precedente.	16
Tabella 1.6	<i>Stock</i> di finanziamento dai soggetti residenti verso l'estero e dall'estero verso i residenti: confronto annuale (fra parentesi l'incremento sul periodo precedente).	17
Tabella 2.1	Le finanziarie regionali in Italia e i principali interventi a favore delle imprese e dell'Economia "reale".	24
Tabella 3.1	Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking. <i>Stock</i> di finanziamento alle imprese non finanziarie.	33
Tabella 3.2	Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking. <i>Stock</i> di finanziamento dei residenti verso l'estero.	33
Tabella 3.3	Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking. <i>Stock</i> di finanziamento alle pubbliche amministrazioni.	34
Tabella 3.4	Contributo del Private Banking al finanziamento dell'Economia "Reale", degli investimenti all'estero e della Pubblica Amministrazione rispetto al totale italiano.	34

Presentazione

Intermonte SIM

In qualità di primaria *investment bank* italiana indipendente, Intermonte SIM è lieta di proseguire la *partnership* con la School of Management del Politecnico di Milano, dedicata a sviluppare progetti di ricerca su tematiche inerenti il mercato azionario italiano.

In questa quarta edizione dei “Quaderni di ricerca Intermonte”, l’analisi del Politecnico di Milano si è concentrata sulle diverse forme di finanziamento all’economia “reale” in Italia, con un *focus* particolare sul sostegno da parte dell’industria del Private Banking italiano alle aziende produttive.

Quello del finanziamento al mondo delle imprese rappresentative dell’economia “reale” è un tema di particolare attualità, la cui importanza è andata crescendo negli ultimi anni anche come effetto collaterale della crisi del credito che ha colpito l’Italia. Numerosi sono stati gli interventi di *policy*, a livello sia nazionale che europeo, che hanno introdotto diversi strumenti (tra cui ricordiamo PIR, ELTIF e *minibond*) per agevolare l’accesso al mercato dei capitali alle PMI italiane.

La ricerca del Politecnico di Milano si è concentrata sul ruolo che il settore del Private Banking italiano gioca in questo contesto. Le risultanze dell’analisi evidenziano come a fronte di un generale disinvestimento del mondo *retail* e degli investitori esteri dall’economia reale italiana nel periodo 20017-primo semestre 2019, il settore del Private Banking abbia invece avuto un atteggiamento più attento e costruttivo nei confronti delle PMI rispetto alle diverse fonti di finanziamento.

Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i molti soggetti coinvolti (aziende, investitori privati e pubblici, gestori di risparmio, intermediari e legislatore) e siamo lieti che Intermonte, nel suo naturale ruolo di punto di riferimento sul mercato italiano, possa dare un contributo fattivo al dibattito, nell’auspicio che il mercato dei capitali per le PMI italiane diventi sempre più efficiente.

Un particolare ringraziamento, oltre al Politecnico di Milano con cui prosegue il proficuo rapporto di collaborazione, va all’Associazione Italiana Private Banking, il cui contributo all’analisi è stato essenziale.

Cordialmente

Guglielmo Manetti

Amministratore Delegato Intermonte SIM

Presentazione

AIPB

Analizzare in modo approfondito la propensione delle famiglie Private verso prodotti di investimento specializzati in economia reale italiana e comprendere le ricadute positive per il Paese è un'idea che avevamo maturato da tempo. Abbiamo quindi accolto con interesse la proposta di collaborazione di Intermonte SIM e della School of Management del Politecnico di Milano, con l'obiettivo di giungere ad una misurazione oggettiva del contributo fornito dal nostro settore alle diverse forme di finanziamento delle aziende produttive italiane.

È stata una preziosa occasione per mettere a fattore comune le rispettive esperienze, inquadrare i dati di AIPB sul mercato servito dal Private Banking nella prospettiva nazionale di tutte le famiglie italiane e arrivare così a delineare il ruolo ricoperto dagli investitori individuali, sia direttamente che indirettamente, nella crescita economica del Paese. Si è trattato di un lavoro di reciproca contaminazione, che permette di valutare se gli interventi di politica economica messi in atto a livello nazionale e internazionale siano stati sufficienti per promuovere l'utilizzo di ingenti risorse private in investimenti di economia reale, o se siano invece necessarie alcune manovre correttive. Il progetto di ricerca ha contribuito infatti a rendere evidenti le peculiarità della classe di investitori individuali Private rispetto alle famiglie di risparmiatori Retail e come la prima reagisca al contesto economico finanziario o risponda alle diverse opportunità d'investimento in maniera differente rispetto alla seconda. Riteniamo che negli interventi futuri di *policy* andrebbero tenute in considerazione tali sostanziali differenze, al fine di massimizzare le ricadute positive sulla crescita del nostro Paese.

Il risultato dell'analisi ci ha permesso di delineare anche un quadro più completo del ruolo ricoperto dal nostro settore nel Paese, della funzione sociale che esercita l'industria del Private Banking ogni qual volta contribuisce ad ampliare l'offerta di prodotti d'investimento, quando introduce elementi innovativi e la adatta alle caratteristiche del mercato domestico, quando migliora il servizio di consulenza, per consolidare il suo ruolo di guida e formazione della clientela verso una pianificazione finanziaria di lungo periodo, quando promuove lo sviluppo delle competenze di cui l'Italia ha più bisogno, fra cui quelle digitali e finanziarie. Anche il *timing* del progetto di ricerca ci è sembrato ottimale. La maggiore esposizione alla crisi del nostro Paese in termini di prodotto e produzione industriale si innesta oggi in un mutato quadro entro il quale sono obbligati a muoversi gli intermediari finanziari e gli investitori. Ci troviamo di fronte a un grande cambiamento: gli investitori sono alla ricerca di *performance* che non trovano più nei mercati tradizionali e rivolgono sempre di più la loro attenzione verso nuove frontiere di investimento come quelle rappresentate dai 'Private Market'.

La concorrenza internazionale nell'attrarre capitali impone però un confronto serrato fra operatori di mercato e istituzioni su molteplici fattori quali la fiscalità, la dotazione infrastrutturale, la qualità del sistema educativo, la capacità di innovazione, l'impatto della burocrazia, oltre che la reputazione e l'immagine del Paese. Desidero quindi ringraziare Intermonte e il Politecnico di Milano per averci coinvolto nel progetto il cui risultato ritengo essere oggi di pubblico interesse, Morningstar senza la cui collaborazione tecnica non avremmo potuto realizzare questa indagine sugli investimenti indiretti in economia reale italiana, e tutti i soci AIPB per la loro consueta collaborazione nelle indagini sul mercato servito dal Private Banking.

Paolo Langé
Presidente AIPB Associazione Italiana Private Banking

Executive summary

Il ruolo primario del sistema finanziario è quello di consentire l'incontro fra domanda e offerta di capitale. Da una parte le imprese produttive di beni e servizi non finanziari (che potremmo definire l'Economia "reale") cercano risorse per i propri investimenti in immobilizzazioni tangibili, intangibili, finanziarie, in capitale circolante, in risorse umane e tecnologiche; dall'altra i piccoli risparmiatori e gli investitori istituzionali sono a caccia di opportunità di rendimenti. Il mercato finanziario, idealmente, dovrebbe supportare entrambi gli attori, con l'effetto di consentire ai primi di offrire prodotti e servizi che creano innovazione e valore, e ai secondi di trovare opportunità di rendimento del capitale.

In questo Quaderno di ricerca affrontiamo proprio il tema del finanziamento dell'Economia "reale" italiana focalizzando l'attenzione su un segmento specifico del mercato del capitale, ovvero quello del Private Banking, che per caratteristiche della clientela e livello di servizio rappresenta un candidato ideale per veicolare risorse private allo sviluppo dell'economia reale.

Il tema è di grande attualità in Italia: numerosi sono stati gli interventi di *policy* (documentati nel Capitolo 2) che negli ultimi anni, sia a livello statale sia a livello locale sia a livello europeo, sono stati implementati per favorire l'accesso al capitale da parte delle imprese, soprattutto per le PMI (basti pensare ai PIR, al Fondo di garanzia, ai *minibond* e al *crowdfunding* per le *startup* innovative, al credito d'imposta per la quotazione, alle iniziative di Invitalia, di Cassa Depositi e Prestiti, del Fondo Italiano di Investimento, agli ELTIF). Il Private Banking, offrendo servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria 'evoluta' a soggetti che vantano un patrimonio di una certa consistenza, svolge un ruolo fondamentale in questo ecosistema, presidiando un patrimonio che al 30/6/2019 valeva € 844 miliardi.

Solo il 15,9% delle masse è costituito da liquidità (93,3%) e obbligazioni bancarie proprie (6,7%); il 23,5% è rappresentato dal risparmio amministrato (obbligazioni non bancarie, ti-

tolì di stato, azioni, ETF); il 39,2% è allocato in fondi aperti e chiusi mentre il 21,3% è composto da prodotti assicurativi e polizze vita.

Partendo da una proposta di definizione dell'Economia "reale", che comprende solo le aziende italiane attive in alcuni particolari codici ATECO fra cui la manifattura e i servizi, innanzitutto procederemo a "fotografare" gli *stock* di fonti e impieghi del capitale nell'economia nazionale attraverso i dati di Banca d'Italia. Al 31/12/2018 le passività principali delle Imprese non finanziarie si riferivano al capitale azionario (€ 1.777,9 miliardi), seguito dai prestiti (€ 1.079,7 miliardi). Le obbligazioni occupano un ruolo molto marginale (€ 150,8 miliardi). Per contro, lo *stock* di attività finanziarie detenute dalle Famiglie valeva circa € 4.200 miliardi, di cui una parte molto consistente (€ 1.398 miliardi) detenuta in liquidità a vista, € 280 miliardi in obbligazioni (in gran parte titoli di stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere), € 915 miliardi in azioni e partecipazioni *equity* (di cui € 837 miliardi in società non quotate, tipicamente aziende familiari, 'solo' € 31,5 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 35,6 miliardi in società quotate estere).

Completavano il quadro delle attività detenute dalle famiglie € 453 miliardi investiti in fondi comuni (di cui più della metà gestiti all'estero) e ben € 1.008 miliardi in prodotti assicurativi. Sempre alla stessa data, il totale degli impieghi dall'estero era pari a € 1.877 miliardi, di cui il 36% a favore di società non finanziarie e non quotate. Una parte consistente era allocata nel debito pubblico (€ 675 miliardi, pari al 36%). Per quanto riguarda invece gli investimenti finanziari verso l'estero, lo *stock* era pari a € 1.505 miliardi, di cui il 23% detenuto dalle famiglie e il 52% da intermediari, fondi comuni italiani e assicurazioni.

Riconoscendo che il flusso di risorse dalle famiglie risparmiatrici sul mercato giunge all'Economia "reale" direttamente (attraverso la sottoscrizione di titoli mobiliari, debito o *equity*) ma anche indirettamente (attraverso la raccolta di banche, intermediari, fondi comuni e assicurazioni) proponiamo un modello 'input-

output à-la-Leontief che ci consente di calcolare lo *stock* di risorse che in termini integrati va a supportare l'Economia "reale" nazionale. Le domande di ricerca che andremo a sviluppare sono le seguenti:

1. *Quanto vale il risparmio delle Famiglie che direttamente o indirettamente finanzia l'Economia "reale" in Italia?*

R. Al 31/12/2018 il valore era € 1.318 miliardi, di cui € 931 miliardi direttamente e il resto tramite gli intermediari, le banche e gli investitori istituzionali. Al 30/6/2019 il valore era sceso a € 1.306 miliardi, ma al 31/12/2017 era € 1.442 miliardi.

2. *E invece quanto vale il risparmio delle Famiglie che finanzia il debito delle Pubbliche Amministrazioni?*

R. Al 31/12/2018 il valore era € 1.073 miliardi, di cui 'solo' € 209 miliardi direttamente e il resto tramite gli intermediari, le banche, le assicurazioni e gli investitori istituzionali. Proporzionalmente quindi questi soggetti utilizzano il risparmio dei cittadini per finanziare più il debito pubblico che l'Economia "reale".

3. *La situazione è cambiata nel corso degli ultimi 18 mesi?*

R: Sì, dal 31/12/2017 al 30/6/2019 appare chiara una tendenza alla riduzione dello *stock* investito dalle Famiglie nell'Economia "reale" italiana, sia direttamente (seppure con un lievissimo recupero nel primo semestre 2019, legato più che altro alla rivalutazione delle azioni quotate) sia indirettamente. Chi ha beneficiato di questo flusso negativo è il debito della Pubblica Amministrazione, sia per il contributo diretto sia per quello 'indotto' dagli intermediari. Nei 18 mesi considerati si conta un aumento complessivo di € 24 miliardi.

4. *C'è stata anche una 'fuga' di investimenti delle Famiglie verso l'estero?*

R. A fine 2017 lo *stock* di investimenti diretti detenuti dalle Famiglie su attività all'estero era pari a € 471 miliardi; a metà 2019 lo stesso valore era € 476 miliardi. Se consideriamo però il contributo delle altre categorie dei soggetti istituzionali considerati nel modello (come banche, fondi, assicurazioni), si passa da € 1.696 miliardi a € 1.800 miliardi. Più che le Famiglie in modo diretto, sono stati quindi gli intermediari a drenare risorse verso gli impieghi esteri.

5. *E gli investitori esteri credono nell'Economia "reale" italiana?*

R. Nel corso del 2018 gli investitori esteri hanno ridotto l'esposizione verso l'economia italiana, in maniera generalizzata su tutti gli impieghi (- € 24,5 miliardi). C'è stato un recupero sensibile nel primo semestre del 2019 (+ € 58,4 miliardi) a favore sia dell'Economia "reale" che del debito pubblico.

6. *Quale è stato il contributo del Private Banking nel trend generale?*

R. La ricerca, elaborando i dati forniti da 38 soci AIPB e da Morningstar, conduce a un totale investito dal Private Banking nell'Economia "reale" italiana di circa € 120 miliardi, in leggera crescita nel corso del 2019. Esso è suddiviso in obbligazioni (€ 2,3 miliardi al 31/12/2018 e € 2,6 miliardi al 13/06/2019) e azioni (€ 20,2 miliardi al 31/12/2018 e € 20,5 miliardi al 30/06/2019) mentre le risorse indirette investite tramite fondi di investimento e gestioni patrimoniali ammontavano rispettivamente nelle due date a € 15,4 miliardi e € 15,5 miliardi.

Al Private Banking compete quindi una quota molto rilevante degli investimenti diretti in Economia Reale (circa il 70%) e, nel periodo di riferimento dell'indagine, è stato più 'attento' a conservare le risorse investite nel Paese rispetto alla media dell'ecosistema.

7. *Quali possono essere le prospettive per il futuro? Quale ruolo per il Private Banking?*

Frenare la crescita del debito pubblico è certamente una priorità per favorire il flusso di risorse verso l'Economia "reale". Numerose sono le iniziative in fase di partenza per nuovi fondi e nuovi progetti dedicati alle imprese, sia da soggetti privati sia dal pubblico (in prima linea la Cassa Depositi e Prestiti).

Certamente il Private Banking sarà un attore importante nel processo e potrà spingere in modo determinante per sostenere il flusso di capitale verso l'Economia "reale" interfacciandosi da una parte con le aziende emittenti e dall'altra con una fascia di investitori individuali adatti a prodotti e strategie mirate e specializzate per una tolleranza del rischio e un orizzonte temporale di medio e lungo periodo. Il modello dell'azienda che, adottando buone pratiche nella *governance* societaria e nella trasparenza e tempestività delle informazioni, si apre al mercato degli investitori istituzionali rappresenta un punto di riferimento virtuoso e la quotazione sul mercato borsistico è un'opzione che aggiunge ulteriori spazi di crescita per l'Economia "reale".

1. Il risparmio e l’Economia “reale” in Italia

Definizione di Economia “reale”

Nonostante il crescente interesse registrato negli ultimi anni in Italia verso il sostegno all’Economia “reale”, non esiste né nella letteratura accademica né fra i *practitioner* una definizione univoca che sia in grado di delineare un preciso confine di ciò che è considerato come tale. Se da una parte nell’aneddotica comune può essere chiaro separare ‘Wall Street’ (e quindi la finanza) da ‘Main Street’ (il mondo produttivo), dall’altra non mancano le obiezioni di chi sottolinea che anche banche e assicurazioni danno lavoro a decine di migliaia di persone e concorrono a sostenere l’economia. Soprattutto, non vi è accordo sul comprendere nell’Economia “reale” taluni comparti particolari, come l’immobiliare, le infrastrutture, i servizi a controllo pubblico.

Ai fini di questa ricerca, traendo ispirazione dal Quaderno di Approfondimento pubblicato nel 2019 dal Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali in collaborazione con Borsa Italiana, definiamo “investimenti nell’Economia reale” gli investimenti di qualsiasi tipo, anche attraverso titoli di debito, azioni o strumenti ibridi, siano essi privati o negoziati su listini borsistici (regolamentati e non), siano essi detenuti direttamente, attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR, diretti verso imprese di capitale residenti in Italia, di qualsiasi dimensione, dedite alla manifattura, all’agricoltura e all’erogazione di servizi, escludendo tuttavia il macro-settore finanziario (banche, assicurazioni e compagnie finanziarie). A tal proposito possiamo considerare i codici ATECO per la classificazione delle attività economiche esercitate dalle imprese. Sulla base di tale sistema di classificazione, vengono considerate come Economia “reale” le seguenti sezioni:

- A: agricoltura, silvicoltura e pesca;
 - B: estrazione di minerali da cave e miniere;
 - C: attività manifatturiere;
 - D: fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata;
 - E: fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento;
 - F: costruzioni;
 - G: commercio all’ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli;
 - H: trasporto e magazzinaggio;
 - I: attività dei servizi di alloggio e di ristorazione;
 - J: servizi di informazione e comunicazione;
 - L: attività immobiliari;
 - M: attività professionali, scientifiche e tecniche;
 - N: noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese;
 - P: istruzione;
 - Q: sanità e assistenza sociale;
 - R: attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento;
 - S: altre attività di servizi;
 - T: attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico; produzione di beni e servizi indifferenziati per uso proprio da parte di famiglie e convivenze.
- Vengono quindi escluse dall’indagine la sezione K (attività finanziarie ed assicurative fra cui gli istituti bancari), la sezione O (amministrazione pubblica e difesa; assicurazione sociale obbligatoria) e la sezione U (organizzazioni ed organismi extraterritoriali).

Vengono considerati come flussi verso l'Economia "reale" gli investimenti in infrastrutture collocate sul territorio dello Stato italiano, così come gli investimenti in immobili e società immobiliari siti sul territorio nazionale. Vengono invece esclusi gli investimenti in titoli di debito emessi dallo Stato italiano o da enti pubblici.

L'Economia "reale" e il risparmio nella contabilità nazionale

Nel 2018 il Prodotto Interno Lordo (PIL) in Italia ai prezzi di mercato correnti è stato pari a € 1.765.421 milioni con un aumento dell'1,7% (0,8% in termini reali) rispetto all'anno precedente¹. Il progresso rimane al di sotto della media dei paesi dell'Unione Europea e risulta più debole rispetto ai tre anni precedenti in cui si è arrivati ad un picco di +2,28% nel 2016 rispetto al 2015 (si veda la Figura 1.1).

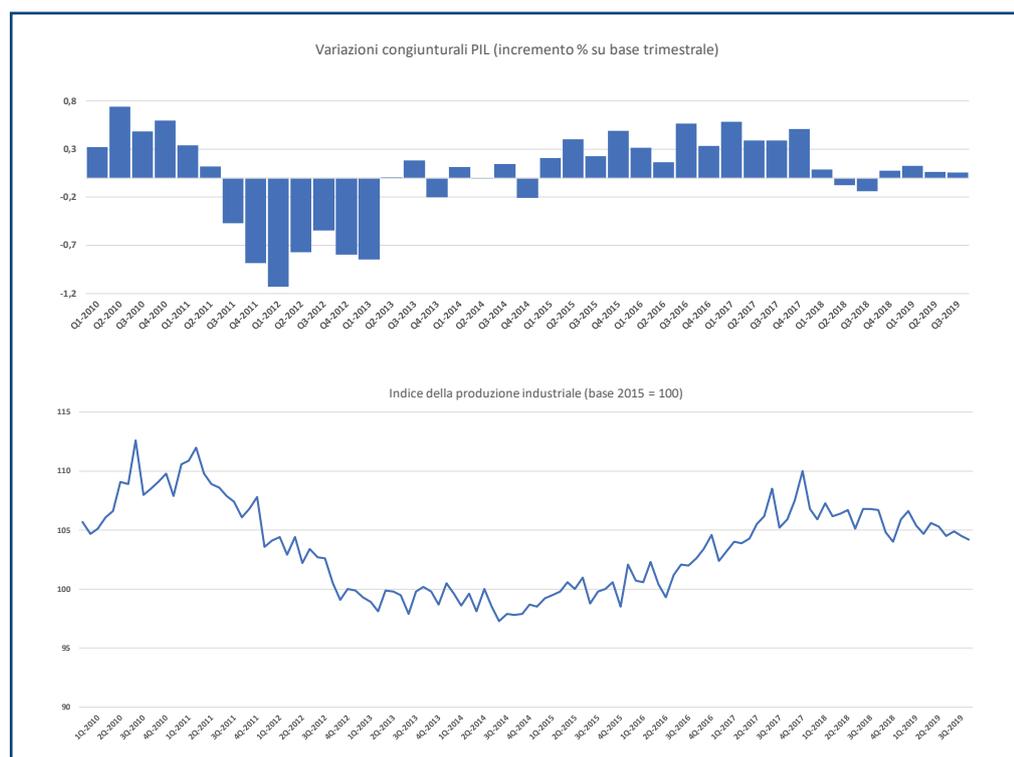
¹ In questo paragrafo la fonte di tutti i dati riportati è l'archivio ISTAT. Si ricorda che nel 2019 l'ISTAT ha adottato un nuovo metodo per la contabilità nazionale che ha comportato un aggiustamento sul valore del PIL.

Analizzando le componenti della crescita del PIL si può notare come le importazioni di beni e servizi siano cresciute del 3,0% in volume rispetto all'anno precedente; si registrano aumenti dello 0,7% per i consumi finali nazionali, del 3,2% per gli investimenti fissi lordi e dell'1,8% per le esportazioni di beni e servizi. Nello specifico, il 2018 è stato l'anno in cui la spesa per consumi finali delle famiglie residenti è aumentata dello 0,8% in volume spinta da incrementi che hanno riguardato in particolare la spesa per istruzione (+4,6%) e vestiario (+2,3%). Se guardiamo invece al saldo di tutto il decennio, a prezzi correnti i consumi finali annuali sono aumentati del 7,0%, le importazioni del 18,0%, le esportazioni addirittura del 38,1% mentre sono diminuiti gli investimenti lordi (-4,3%). Secondo le prime stime provvisorie, il 2019 dovrebbe chiudersi con un aumento annuale più contenuto, pari a +0,2% in termini reali. Nel corso degli ultimi mesi sono rallentate le esportazioni ed è ripresa invece la domanda interna, sostenuta dai consumi finali. Scendono in tutti i settori gli investimenti, con l'unica eccezione del comparto immobiliare residenziale.

La produzione industriale, come evidenzia la Figura 1.1, ha registrato un andamento 'altalenante' nel corso del decennio, portandosi a fine 2019 ad un livello del tutto simile a quello del 2010. Il dato tendenziale più recente mostra una riduzione su base annuale dello 0,4%, più marcata per il manifatturiero rispetto ai servizi.

Focalizzando sulle abitudini delle famiglie italiane la Figura 1.2 evidenzia come il potere d'acquisto delle famiglie consumatrici (definito come il reddito disponibile in termini

Figura 1.1
Andamento del PIL e della produzione industriale in Italia negli ultimi 10 anni.
Fonte: ISTAT



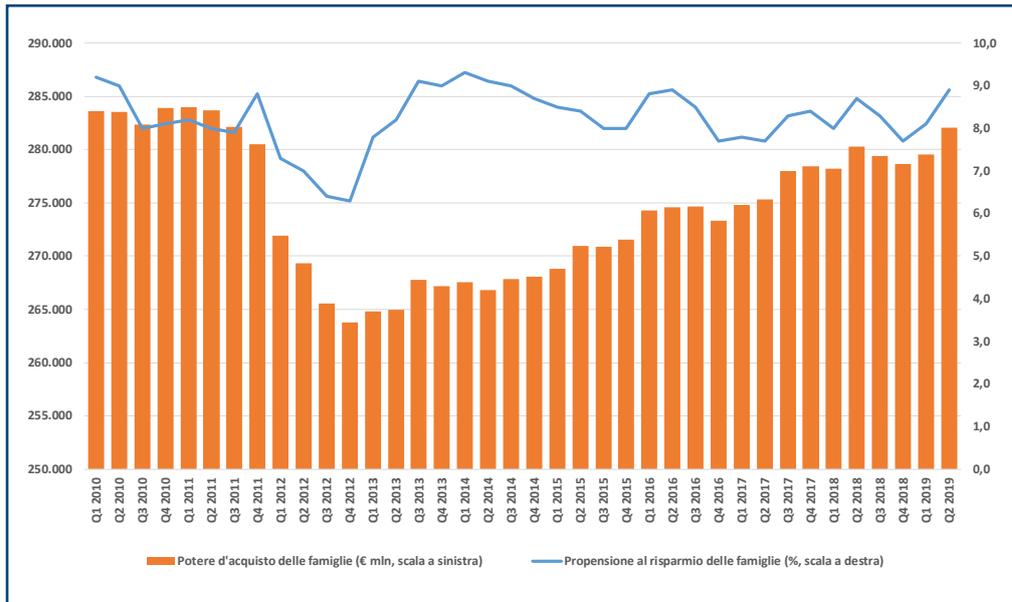


Figura 1.2

Il potere d'acquisto e il risparmio delle famiglie italiane negli ultimi 10 anni.

Fonte: ISTAT

reali) sia in costante aumento dal 2013, anche se più basso rispetto ai valori del 2010, mentre nel secondo trimestre del 2019 la propensione al risparmio (ovvero il flusso del risparmio lordo rispetto al reddito disponibile) è tornata al livello del 9%.

La crescita del reddito disponibile nel 2018 è stata pari all'1,9% ed è stata favorita dall'aumento delle retribuzioni (+2,9% rispetto al 2017) e delle prestazioni sociali ricevute (circa € 7,9 miliardi in più dell'anno prima). Il trend favorevole è proseguito nella prima parte del 2019, secondo i dati preliminari.

Le imprese quotate sui mercati borsistici

I mercati borsistici giocano un ruolo fondamentale nell'accesso al capitale per le imprese del manifatturiero e dei servizi. Essi apportano liquidità agli strumenti (azioni e obbligazioni) emessi dalle imprese; mettono a disposizione un canale per raccogliere nuovo capitale attraverso offerte pubbliche e collocamenti in generale; mettono le imprese emittenti nella condizione di applicare processi di *governance* trasparenti, sotto l'occhio vigile degli investitori e delle autorità pubbliche.

A fine dicembre 2019 si contavano 374 società quotate sui mercati azionari di Borsa Italiana (escluse le società estere del segmento Global Equity Market e i fondi/strumenti del segmento MIV), di cui 242 sul listino regolamentato MTA e 132 sul listino non rego-

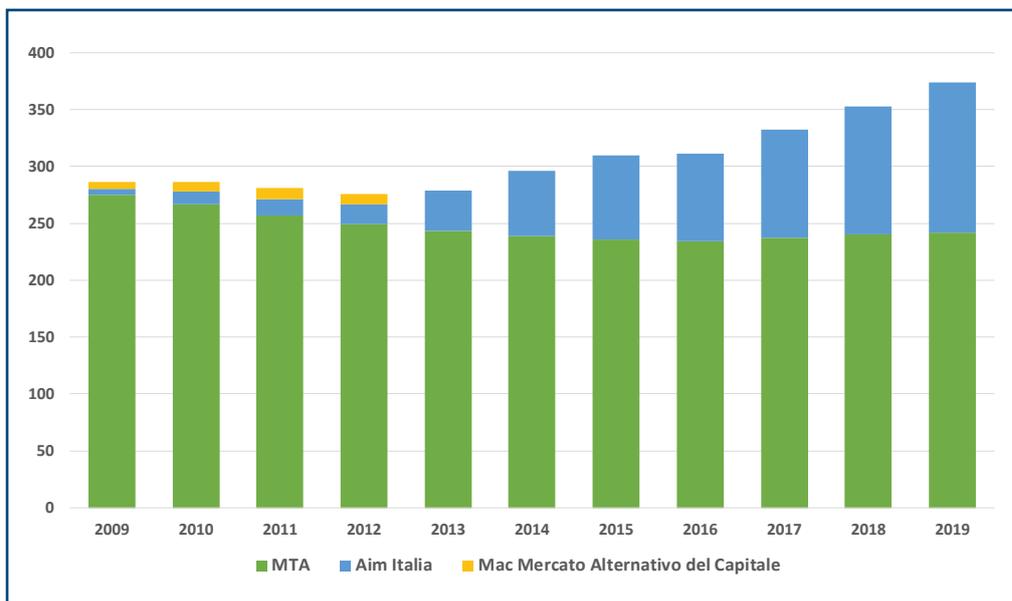


Figura 1.3

Le società quotate sui listini azionari di Milano. Sono esclusi i segmenti Global Equity Market e MIV.

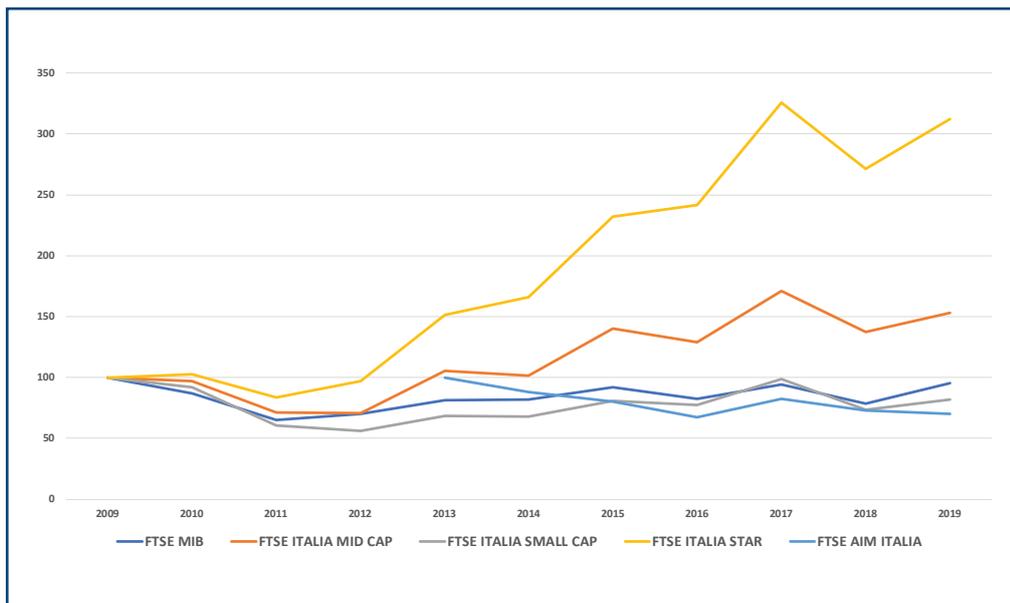
Fonte: Borsa Italiana

Figura 1.4

Andamento di alcuni indici relativi ai listini azionari di Borsa Italiana, negli ultimi 10 anni.

Base 100 = valore dell'indice al 30/12/2009 (30/12/2013 per FTSE AIM Italia)

Fonte: Borsa Italiana



lamentato AIM Italia, lo SME Growth Market nato nel 2009, che ha dato un contributo determinante per la crescita del numero delle società quotate negli ultimi anni (si veda la Figura 1.3).

In particolare, sempre a fine 2019, si contavano 203 società non finanziarie sul mercato MTA (di cui 72 nel segmento STAR) e 118 su AIM Italia. Il rapporto fra capitalizzazione totale del mercato azionario e PIL è oggi pari al 36,4% e nel corso degli ultimi anni, dopo avere toccato il valore minimo (21%) nel 2011, è cresciuto progressivamente, con una piccola flessione nel 2018 (anno negativo per gli indici di mercato). Il dato più significativo, anche in ottica comparativa rispetto ai mercati borsistici europei, è la sotto-rappresentazione delle imprese dell'Economia "reale". Il ramo bancario-assicurativo pesa per circa il 30% sull'indice del mercato; il comparto industriale vale il 14%, i beni di consumo il 15%, le *utilities* il 18% e l'*oil & gas* l'11%.

Per quanto riguarda i titoli obbligazionari, sul listino regolamentato MOT alla data del 31 dicembre 2019 risultavano quotati titoli emessi da 14 imprese italiane riconducibili alla definizione di Economia "reale". A questi si aggiungono altre 338 emittenti non finanziarie con titoli quotati sul listino non regolamentato ExtraMOT PRO. È interessante segnalare in questo ambito la crescita del segmento ExtraMOT PRO³, dedicato ai cosiddetti *minibond*, ovvero titoli obbligazionari emessi da piccole e medie aziende².

L'accesso al mercato borsistico resta dunque prerogativa di un numero decisamente limitato di imprese dell'Economia "reale" italiana.

La Figura 1.4 ci mostra la *performance* di alcuni indici azionari rappresentativi dei listini di Borsa Italiana nel corso degli ultimi 10 anni. L'indice FTSE Italia STAR si è particolarmente distinto, con un valore più che triplicato rispetto a inizio 2010, seguito dal FTSE Italia Mid Cap.

I flussi finanziari verso l'Economia "reale" in Italia

I conti finanziari pubblicati periodicamente da Banca d'Italia offrono l'opportunità di analizzare i flussi finanziari fra i diversi attori presenti nell'economia italiana, tracciando la direzione dal risparmio delle famiglie fino all'Economia "reale". Seguendo il più recente schema di riferimento per la misurazione delle attività economiche e finanziarie (Eurostat, 2010) è possibile definire 5 settori istituzionali: (1) Società non finanziarie, (2) Società finanziarie, (3) Amministrazioni Pubbliche, (4) Famiglie³ e Istituzioni Sociali Private al servizio delle famiglie senza scopo di lucro (ISP) e (5) Resto del Mondo. Con l'obiettivo di identificare il contributo specifico di alcuni soggetti, le Società finanziarie sono state divise nei seguenti sottogruppi: (2a) Istituzioni Finanziarie Monetarie (Banca d'Italia, banche, Cassa Depositi e Prestiti e Fondi monetari), (2b) Ausiliari

² Non dimentichiamo che alcune imprese italiane hanno deciso di quotare i loro titoli (*bond* e azioni) su listini esteri. In questo caso è probabile che il contributo al loro finanziamento arrivi in misura significativa da soggetti esteri.

³ Nelle statistiche di Banca d'Italia questo gruppo comprende anche le imprese individuali e le società semplici fino a 5 addetti, il cui contributo è impossibile distinguere separatamente.

Strumenti finanziari:	Società non finanziarie		Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)		Intermediari e ausiliari finanziari		Fondi comuni non monetari		Assicurazioni e fondi pensione		Amministrazioni Pubbliche		Famiglie e ISP		Resto del Mondo	
	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo	Attivo	Passivo
Moneta, depositi, oro	363,9	46,2	1.122,1	3.314,1	314,8	-	28,2	-	21,2	-	88,1	243,7	1.398,1	-	811,8	375,3
Obbligazioni, emesse da:	58,9	130,8	1.365,1	455,8	97,6	197,6	128,1	-	581,3	16,5	43,8	2.092,4	280,2	-	803,8	280,2
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	0,8	-	239,5	455,8	5,6	-	6,7	-	18,1	-	1,6	-	63,6	-	120,0	-
Amministrazioni Pubbliche	47,6	-	794,2	324,9	47,5	-	53,6	-	324,9	-	12,3	2.092,4	137,6	-	675,1	-
società non finanziarie	5,5	130,8	48,0	-	5,1	-	6,5	-	19,1	-	6,6	-	2,5	-	57,2	-
intermediari e ausiliari finanziari	-	-	97,2	-	-	197,6	3,6	-	0,4	-	15,5	-	5,5	-	75,5	-
assicurazioni e fondi pensione	-	-	10,1	-	13,8	-	1,2	-	0,1	16,5	1,6	-	0,6	-	-9,9	-
resto del mondo	5,0	-	176,1	-	26,7	-	56,4	-	218,8	-	6,1	-	70,3	-	-	559,4
Prestiti, concessi da:	72,3	1.079,7	1.809,1	62,1	307,0	335,1	-	-	11,7	11,8	141,6	225,1	13,8	721,0	284,5	205,1
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	-	678,5	1.809,1	55,2	-	216,2	-	-	-	4,3	-	119,7	-	626,3	-	108,8
Amministrazioni Pubbliche	-	39,0	-	6,9	-	-	-	-	-	0,4	141,6	40,4	-	6,1	-	48,9
società non finanziarie	72,3	46,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	-	-	-	24,6
intermediari e ausiliari finanziari	-	190,4	-	-	307,0	4,8	-	-	-	0,1	-	12,0	-	87,7	-	12,1
assicurazioni e fondi pensione	-	-	-	-	-	-	-	-	11,7	-	-	-	-	0,9	-	10,8
famiglie e ISP	-	13,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,8	-	-	-
resto del mondo	-	111,9	-	-	-	114,1	-	-	-	7,1	51,4	-	-	-	284,5	-
Azioni e partecipazioni:	684,2	1.777,9	1.688,8	1.603,3	83,6	45,5	47,8	-	112,8	106,0	157,5	-	915,5	-	533,3	613,4
Non quotate	544,1	1.431,7	139,1	70,8	59,5	37,6	11,7	-	82,6	76,2	126,8	-	836,7	-	303,7	488,0
Quotate, emesse da:	140,14	346,2	297	89,5	23,1	7,9	36,2	-	30,2	29,8	30,7	-	78,8	-	229,6	124,4
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	52,9	-	8,6	88,5	2,8	-	1,7	-	0,6	-	4,4	-	8,2	-	10,3	-
società non finanziarie	60,6	346,2	16,2	-	11,8	-	6,4	-	2,2	-	17,1	-	31,6	-	20,1	-
intermediari e ausiliari finanziari	2,1	-	0,5	-	0,1	7,9	0,2	-	0,1	-	0,4	-	0,7	-	4,0	-
assicurazioni e fondi pensione	7,8	-	1,7	-	0,9	-	0,6	-	0,5	29,8	1,5	-	2,7	-	14,1	-
resto del mondo	16,9	-	2,8	-	7,5	-	27,4	-	26,9	-	7,3	-	35,7	-	-	124,4
Quote di fondi comuni, emesse da:	18,2	-	20,5	3,2	240,3	-	55,9	316,9	200,0	-	4,2	-	43,1	-	16,7	688,8
Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)	0,4	-	0,1	3,2	0,5	-	-	-	0,2	-	0,1	-	8,1	-	-6,0	-
fondi comuni non monetari	8,5	-	15,8	-	20,1	-	-	316,9	48,7	-	1,4	-	199,8	-	22,7	-
resto del mondo	9,4	-	4,6	-	219,7	-	55,9	-	131,1	-	2,8	-	245,2	-	-	688,8
Riserve assicurative e garanzie standard	11,2	96,5	9,5	19,2	-	-	-	-	4,3	843,0	1,1	9,2	1.007,6	38,3	13,4	40,9
Derivati, stock option e altri conti attivi/passivi (*)	629,6	603,1	141,1	141,6	6,0	7,2	1,3	0,4	5,2	6,6	134,2	100,5	132,7	182,3	196,3	103,0
TOTALE	1.835,4	3.754,2	4.636,2	4.356,3	1.078,3	585,4	261,4	317,3	906,6	983,9	570,5	2.680,9	4.201,1	941,6	2.773,9	2.676,6

Tabella 1.1

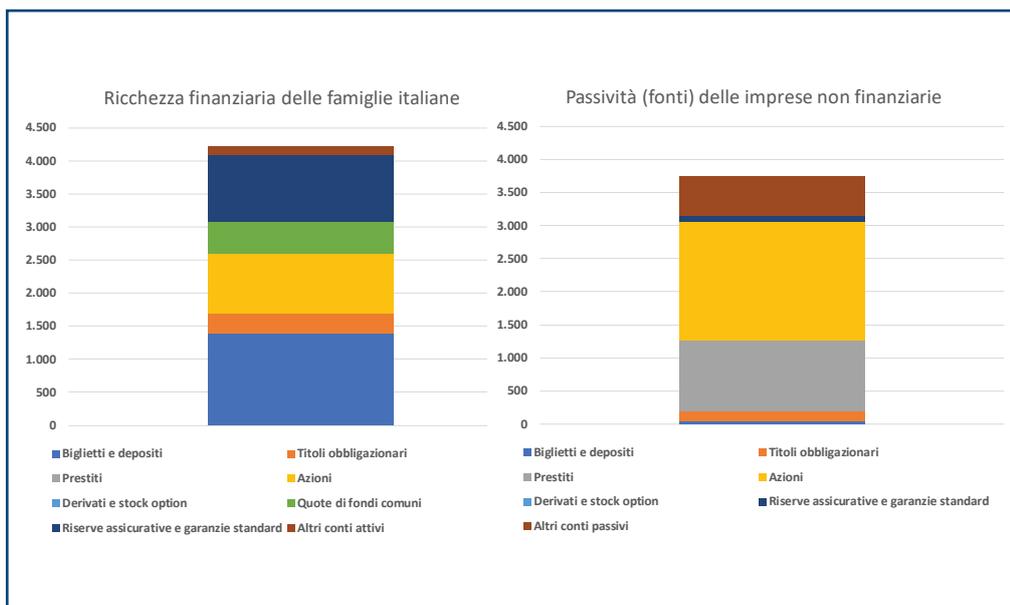
Attività e passività dei settori istituzionali in Italia. Consistenza al 31/12/2018 (valori in € miliardi).

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

(*) gli altri conti attivi e passivi comprendono crediti e debiti di natura commerciale e fiscale

Figura 1.5

Confronto fra lo *stock* delle passività delle imprese non finanziarie italiane rispetto allo *stock* della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Dati al 31/12/2018 (valori in € miliardi).
 Fonti: Banca d'Italia, Eurostat



e Intermediari finanziari (SIM, Sicav e SGR), (2c) Fondi comuni non monetari e (2d) Imprese di Assicurazione e Fondi Pensione. Nel gruppo delle Società non finanziarie le statistiche di partenza comprendono anche Poste Italiane SpA, il cui contributo proveremo a scorporare dai risultati finali.

La Tabella 1.1 descrive la consistenza delle attività e passività finanziarie detenute dai soggetti sopra citati alla data del 31/12/2018. Ai fini di questo lavoro, l'ambito privilegiato di osservazione sono le Società non finanziarie, ovvero il settore che comprende tutte le unità istituzionali che producono beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita. Si può osservare che le fonti di finanziamento (passività) principali si riferiscono al capitale azionario (€ 1.777,9 miliardi), seguito dai prestiti (€ 1.079,7 miliardi). Le obbligazioni occupano un ruolo molto marginale (€ 150,8 miliardi).

Il secondo elemento di attenzione è rappresentato dalla ricchezza delle famiglie. La Tabella 1.1 mostra che a fine 2018 lo *stock* di attività finanziarie detenute valeva circa € 4.200 miliardi⁴, di cui una parte molto consistente (€ 1.398 miliardi) detenuta in liquidità a vista, € 280 miliardi in obbligazioni (in gran parte titoli di stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere), € 915 miliardi in azioni e partecipazioni *equity* (di cui € 837 miliardi in società non quotate, tipicamente aziende familiari, 'solo' € 31,5 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 35,6 miliardi in società quotate estere). Completano il quadro delle attività investite dalle famiglie € 453 miliardi investiti in fondi comuni (di cui più della metà gestiti all'estero) e ben € 1.008 miliardi in prodotti assicurativi. Dopo una flessione del valore della ricchezza finanziaria delle famiglie registrata a fine del 2018 dovuta alla svalutazione del comparto azionario (rispetto al 2017 il decremento è -3,1%), la tendenza per il 2019 è una crescita (pari a +1,4% nel primo trimestre) grazie soprattutto ai nuovi flussi che hanno interessato le riserve assicurative e le garanzie *standard* ottenute su finanziamenti.

È interessante aggiungere che, come accaduto tra il 1998 e il 2006, a partire dal 2014 la quota investita dalle famiglie italiane nel comparto gestito (prodotti assicurativi, fondi pensione e fondi comuni di investimento) ha superato quella sotto forma di circolante e depositi. Tale sorpasso è dovuto alla crescita sostenuta dei fondi comuni e delle riserve assicurative: i primi sono passati da un peso di portafoglio del 7,2% all'11,7% negli ultimi 10 anni mentre le riserve assicurative hanno registrato un valore *record* del 24,1% nel primo trimestre del 2019, portando il peso del risparmio gestito a quasi il 36% del portafoglio finanziario delle famiglie. Il risparmio gestito rappresenta per le famiglie italiane una forma 'assistita' di partecipazione ai mercati finanziari con la possibilità di migliorare il proprio profilo di rischio-rendimento, accumulare risparmio a fini previdenziali ed infine comprare protezione contro i rischi.

Dal lato del passivo, il debito contratto dalle famiglie italiane incide sul PIL per cir-

⁴ Si rammenta che la ricchezza totale delle famiglie comprende anche le attività immobiliari e reali, non considerate in questa ricerca.

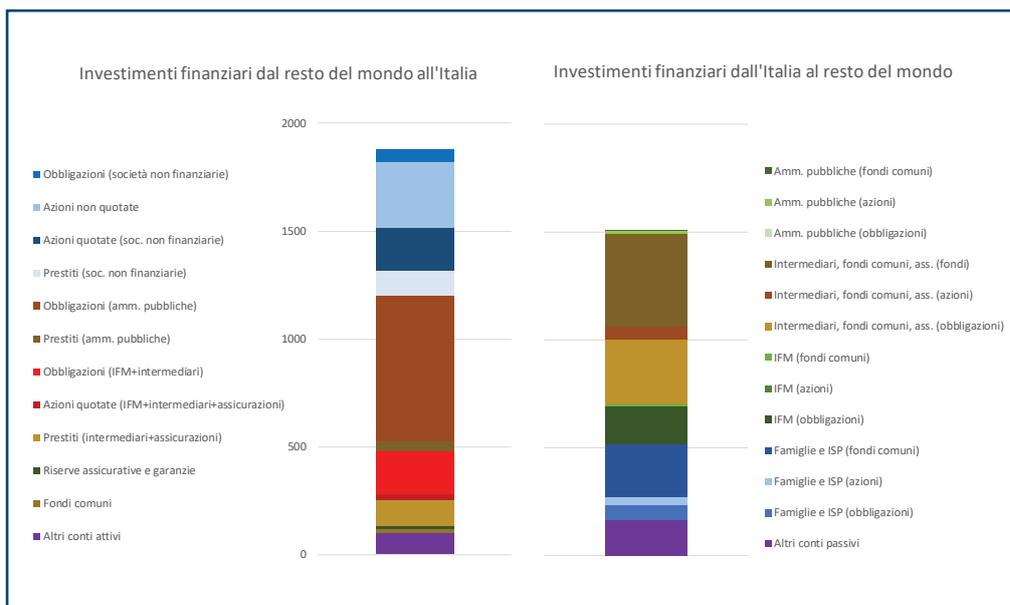


Figura 1.6
Lo stock di investimenti finanziari dal resto del mondo all'Italia, e dall'Italia al resto del mondo, al 31/12/2018. Fonte: Banca d'Italia

ca il 40% a fronte di una media nell'Eurozona pari al 60%, a testimoniare una certa 'prudenza' finanziaria. Una recente ricerca pubblicata da Consob (2019) evidenzia però uno scarso livello di educazione finanziaria: il 21% dei risparmiatori intervistati non ha alcuna conoscenza di nozioni di base sui titoli mobiliari e solo l'8% di essi è in grado di valutare correttamente le proprie competenze finanziarie. Il 30% ha una conoscenza incompleta sui prodotti finanziari, tanto è vero che solo il 25% è in grado di ordinare correttamente azioni, obbligazioni e conto corrente per livello di rischio. Solo un terzo degli intervistati ha un piano finanziario, mentre il 42% ritiene che sia inutile; la maggior parte degli intervistati prende le decisioni di investimento in autonomia o con il supporto di familiari o conoscenti. Più della metà degli investitori non è in grado di identificare i tratti distintivi del servizio di consulenza in materia di investimenti.

La Figura 1.5 confronta lo stock delle passività delle imprese non finanziarie italiane rispetto allo stock della ricchezza finanziaria delle famiglie residenti. L'ordine di grandezza, senza meraviglia, è abbastanza simile; la composizione è influenzata dal ruolo degli intermediari finanziari e degli investitori professionali, che hanno concesso prestiti per circa € 1.000 miliardi. Il capitale di rischio è comunque la fonte principale (€ 1.778 miliardi) mentre i titoli obbligazionari hanno apportato 'solo' € 151 miliardi.

Uno spunto interessante nell'analisi dei dati riguarda il rapporto con l'estero, sia per le fonti di finanziamento dei soggetti residenti, sia per il flusso di impieghi verso l'estero. La Figura 1.6 evidenzia che alla data del 31/12/2018 il totale degli impieghi dall'estero era pari a € 1.877 miliardi, di cui il 36% a favore di società non finanziarie e non quotate. Una parte consistente era allocata nel debito pubblico (€ 675 miliardi, pari ancora al 36%).

Per quanto riguarda invece gli investimenti finanziari verso l'estero, lo stock era pari a € 1.505 miliardi, di cui il 23% detenuto dalle famiglie (soprattutto in fondi comuni esteri) e il 52% da intermediari, fondi comuni italiani e assicurazioni).

Le famiglie italiane a fine 2018 detenevano il 39,6% delle azioni emesse da società residenti, una flessione di quasi quattro punti percentuali dal valore dell'anno precedente che si attestava al 43,2%. Gli azionisti stranieri possiedono quasi il 50% del valore delle società quotate in Italia, mentre le famiglie residenti ne posseggono solo il 9,1%, le amministrazioni pubbliche sono titolari del 4,9%, le società non finanziarie del 24,9% mentre le società finanziarie ne posseggono l'11,4%.

Oltre agli investimenti direttamente detenuti dalle famiglie italiane nell'Economia "reale", facilmente desumibili dalle statistiche precedenti, è possibile anche ricostruire il contributo 'indiretto' che si riferisce agli apporti finanziati dal risparmio delle famiglie nei fondi di investimento, nelle assicurazioni e negli intermediari che - a loro volta - contribuiscono ad alimentare le passività delle imprese. In altre parole, il risparmio degli italiani finanzia l'Economia "reale" direttamente attraverso il mercato mobiliare, ma

anche indirettamente attraverso il risparmio gestito e la raccolta degli intermediari che a loro volta sostengono le imprese industriali. Non è però facile discernere il contributo specifico, perchè occorrerebbe sapere ad un livello ‘micro’, per ogni prodotto finanziario esistente sul mercato e per ogni intermediario attivo, la suddivisione dell’*asset allocation* in funzione della definizione di Economia “reale” prima introdotta.

La metodologia adottata in questa ricerca per risolvere il problema ad un livello ‘macro’ si ispira ai modelli *input-output* sviluppati da Leontief (1986) per l’analisi dei sistemi economici. Tale metodologia è già stata applicata nel contesto italiano da Brioschi *et al.* (1990) per lo studio della proprietà diretta e indiretta nei gruppi di imprese.

Riclassificando i dati di Tabella 1.1 e integrandoli con altre fonti esterne laddove necessario (ad esempio per la riallocazione dei finanziamenti nel capitale di rischio delle società non quotate), definiamo la matrice fonti-impieghi che caratterizza le relazioni di finanziamento fra i soggetti individuati, ovvero: (1) Società non finanziarie, (2) Istituzioni Finanziarie Monetarie, (3) Intermediari e Ausiliari finanziari, (4) Fondi comuni non monetari, (5) Imprese di Assicurazione e Fondi Pensione, (6) Amministrazioni Pubbliche e (7) Resto del Mondo (ovviamente in questo caso per la sola parte degli impieghi sulle attività italiane). La matrice relativa al 31/12/2018 è rappresentata nella Tabella 1.2, dove nell’ultima riga viene incluso anche il contributo delle Famiglie e Istituzioni Sociali Private (d’ora in poi per semplicità le “Famiglie”).

Tabella 1.2

Matrice fonti-impieghi dei settori istituzionali in Italia, al 31/12/2018.

Valori in € miliardi.
Fonte: elaborazione dati Banca d’Italia

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Società non finanziarie (1)	351,5	364,2	2,1	8,5	7,8	61,1	389,2
Istituzioni finanziarie monetarie (2)	789,1	997,2	320,4	15,8	26,4	1.075,9	440,1
Intermediari e ausiliari finanziari (3)	233,7	358,4	8,8	20,1	18,5	59,5	273,6
Fondi comuni (4)	18,1	37,4	4,3	-	5,4	54,0	140,9
Assicurazioni e fondi pensione (5)	69,9	41,2	2,4	48,7	2,2	324,8	430,4
Amministrazioni pubbliche (6)	152,7	97,0	21,9	1,4	4,5	58,7	45,0
Resto del mondo (7)	605,9	954,2	202,3	22,7	73,7	726,5	n.d.
Famiglie	931,0	1.363,3	16,2	199,8	848,5	208,6	462,6

A titolo di esempio, le fonti delle Società non finanziarie sono supportate per € 351,5 miliardi da altre imprese, per € 789,1 miliardi dalle Istituzioni finanziarie monetarie, per € 931,0 miliardi dalle Famiglie ecc.

Definiamo poi la matrice F , dove ogni elemento F_{ij} rappresenta lo *stock* di finanziamento che in una certa data il soggetto i vanta nei confronti del soggetto j in percentuale sul totale delle fonti di j . La Tabella 1.3 mostra i valori della matrice F ricavati dalla Tabella 1.2. Definiamo ora il vettore \underline{X} dove gli elementi x_i rappresentano il contributo percentuale che le Famiglie apportano direttamente nel finanziamento della categoria i . I valori sono sempre indicati nella Tabella 1.3, dove si ipotizza che il ‘peso’ dei finanziamenti che dall’Italia vanno verso l’estero (colonna 7) sia trascurabile e praticamente nullo rispetto allo *stock* delle attività finanziarie complessive nel Resto del mondo.

Tabella 1.3

La matrice F e il vettore \underline{X} . Incidenza percentuale delle fonti (sulle colonne) finanziate da diverse categorie istituzionali (sulle righe).
Valori al 31/12/2018

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Società non finanziarie (1)	9,36%	8,36%	0,35%	2,67%	0,79%	2,28%	0%
Istituzioni finanziarie monetarie (2)	21,02%	22,89%	54,73%	4,97%	2,67%	40,13%	0%
Intermediari e ausiliari finanziari (3)	6,22%	8,23%	1,50%	6,33%	1,87%	2,22%	0%
Fondi comuni (4)	0,48%	0,86%	0,73%	0%	0,54	2,01%	0%
Assicurazioni e fondi pensione (5)	1,86%	0,95%	0,41%	15,35%	0,23%	12,12%	0%
Amministrazioni pubbliche (6)	4,07%	2,23%	3,74%	0,44%	0,46%	2,19%	0%
Resto del mondo (7)	16,14%	21,90%	34,56%	7,15%	7,47%	27,10%	0%
Vettore \underline{X} (Famiglie)	24,80%	31,30%	2,78%	62,97%	86,24%	7,78%	0%

La matrice pone in evidenza alcune tematiche ben note in Italia, ad esempio la forte

dependenza delle imprese non finanziarie dal circuito delle banche (che finanziano il 21,02% delle fonti). Le famiglie hanno un ruolo di peso ovviamente nelle fonti delle assicurazioni (86,24%) e poi dei fondi comuni (62,97%), i quali peraltro non sembrano contribuire in modo rilevante a finanziare le società non finanziarie (solo lo 0,48% delle fonti). Volendo ricavare il contributo aggregato che le Famiglie, direttamente o indirettamente, apportano all'Economia "reale" (ben approssimata dal gruppo delle Società non finanziarie), dovremo sommare al valore del vettore \underline{X} anche il contributo che le Famiglie apportano agli altri soggetti presenti sul mercato, che a loro volta contribuiscono a finanziare le imprese. In altre parole, è vero che il risparmio delle famiglie finanzia le passività mobiliari delle imprese, ma finanzia anche la raccolta bancaria, quella dei fondi e quella delle assicurazioni, che a loro volta contribuiscono a finanziare le imprese.

Definiamo quindi il vettore \underline{Y} che rappresenta il contributo percentuale y_j che le Famiglie apportano alle passività delle imprese non finanziarie e delle altre $j-1$ categorie di soggetti in termini integrati. Ricorrendo a semplici passaggi di algebra matriciale, esso è pari a:

$$\underline{Y} = \underline{X} + F^T \underline{Y} = (I - F^T)^{-1} \underline{X}$$

dove I è la matrice identità (che assume valori pari a 1 sulla diagonale e 0 altrimenti) e F^T è la matrice F trasposta.

Per determinare l'apporto che le Famiglie vantavano, direttamente o indirettamente, verso le imprese non finanziarie, occorre moltiplicare i valori di y_j per lo *stock* totale delle fonti finanziarie per ogni categoria, al netto degli impieghi effettuati nelle altre categorie. I risultati per le tipologie di impieghi sul suolo nazionale sono riassunti nella Tabella 1.4.

(valori in € miliardi)	(1) Società non finanziarie	(2) Ist. fin. monetarie	(3) Intermed. e ausiliari f.	(4) Fondi comuni	(5) Assicuraz. e fondi pens.	(6) Amministr. pubbliche
Vettore \underline{X} (Famiglie)	24,80%	31,30%	2,78%	62,97%	86,24%	7,78%
Solo finanziamento diretto	931,0	1.363,3	16,2	199,8	848,5	208,6
Vettore \underline{Y} (Famiglie)	46,23%	52,62%	34,89%	82,96%	89,52%	44,21%
Finanziamento integrato	1.367,9	595,4	-39,6	164,4	445,6	1.036,5
Finanziamento integrato al netto dei prestiti	1.367,9	-30,9	-127,3	164,4	444,7	1.030,4
Finanziamento integrato al netto di prestiti e del contributo di Poste Italiane SpA (*)	1.318,2	-28,4	-127,2	164,6	444,9	1.072,7

Tabella 1.4

Risultati del modello 'input-output'. Stock di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati. Valori al 31/12/2018.

(*) = stima

Innanzitutto si osserva che in termini integrati il finanziamento dalle Famiglie verso l'Economia "reale" aumenta in rilevanza e quasi raddoppia, proprio per il contributo indiretto che arriva dagli intermediari. Aumenta sensibilmente anche l'incidenza del finanziamento indiretto dalle Famiglie alle istituzioni bancarie (alcune si finanziano fra loro, infatti, ma la fonte ultima restano i depositi dei correntisti) e soprattutto quella del debito pubblico.

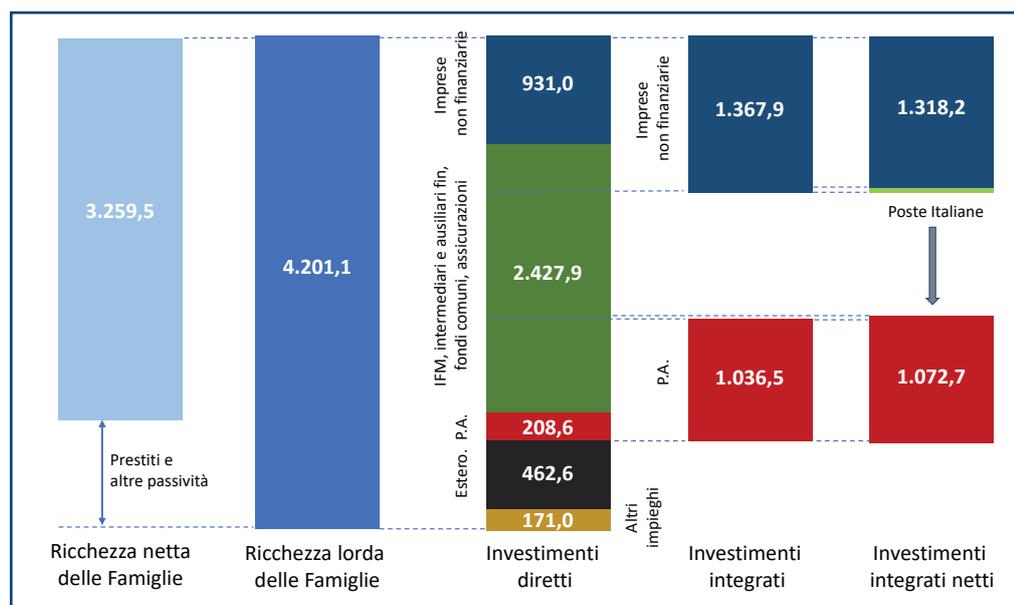
La Tabella 1.4 mostra anche il valore dello *stock* finanziario al netto dei prestiti ottenuti dalle Famiglie (riportati nella Tabella 1.1), il che impatta in modo significativo sulle banche (IFM) e sugli intermediari e ausiliari finanziari. Il valore negativo significa che in termini aggregati (diretti e indiretti) per questi soggetti le attività vantate dalle Famiglie sono minori rispetto alle passività cui sono esposte.

Nell'ultima riga stimiamo anche i valori al netto del contributo di Poste Italiane SpA, che come prima anticipato viene classificata da Banca d'Italia all'interno delle Società non finanziarie, ma che non rispecchia la nostra definizione di Economia "reale".

Come si nota, il finanziamento diretto e indiretto di cui beneficiano le imprese non finanziarie dalle Famiglie è quantificabile in circa € 1.368 miliardi (€ 1.318 miliardi

Figura 1.7

Scomposizione dello *stock* di finanziamento dalle Famiglie alle diverse categorie istituzionali, in termini diretti e integrati. Valori al 31/12/2018.



scorporando le attività di Poste Italiane, i cui depositi versati dai correntisti vanno a finanziare più che altro titoli di Stato). Lo *stock* di risorse è superiore a quello che va invece a finanziare le attività delle Pubbliche Amministrazioni (rispettivamente € 1.030 miliardi e € 1.073 miliardi). Rispetto all'investimento 'diretto' è interessante osservare che gli impieghi veicolati attraverso gli intermediari finanziari (banche, fondi, assicurazioni e altri) vanno a finanziare indirettamente in misura maggioritaria la Pubblica Amministrazione piuttosto che l'Economia "reale".

Con l'obiettivo di rendere più leggibili i risultati, la Figura 1.7 riassume graficamente i risultati, evidenziando il contributo integrato che le Famiglie offrono alle fonti di finanziamento delle Imprese non finanziarie e del debito della Pubblica Amministrazione, nonché a quello destinato verso l'estero.

Al fine di osservare l'evoluzione nel corso del tempo, il modello è stato applicato anche ai dati disponibili alla fine del 2017 e al primo semestre 2019. I risultati relativi alle società non finanziarie, rappresentative dell'Economia "reale" del Paese sono descritti nella Tabella 1.5.

Tabella 1.5

Risultati del modello 'input-output'. *Stock* di finanziamento dalle Famiglie alle Società non finanziarie e alla Pubblica Amministrazione, in termini diretti e integrati. Confronto fra le situazioni al 31/12/2017, al 31/12/2018 e al 30/6/2019. È indicato fra parentesi l'incremento sul periodo precedente.

(valori in € miliardi)	31/12/2017		31/12/2018		30/6/2019	
	Società non finanziarie	Amm. pubbliche	Società non finanziarie	Amm. pubbliche	Società non finanziarie	Amm. pubbliche
Solo finanziamento diretto	1.035,1	204,6	931,0 (-104,1)	208,6 (+4,0)	931,1 (+0,1)	212,2 (+3,6)
Finanziamento integrato	1.487,8	1.039,5	1.367,9 (-119,9)	1.036,5 (-3,0)	1.362,1 (-5,8)	1.059,0 (+22,5)
Finanziamento integrato al netto dei prestiti	1.487,8	1.033,0	1.367,9 (-119,9)	1.030,4 (-2,6)	1.362,1 (-5,8)	1.053,0 (+22,6)
Finanziamento integrato al netto di prestiti e del contributo di Poste Italiane SpA (*)	1.442,0	1.074,1	1.318,2 (-123,8)	1.072,7 (-1,4)	1.305,9 (-12,3)	1.098,3 (+25,6)

(*) = stima

Appare chiara una tendenza alla riduzione dello *stock* di ricchezza investito dalle Famiglie nell'Economia "reale" italiana, sia direttamente (seppure con un lievissimo recupero nel primo semestre 2019, legato più che altro alla rivalutazione delle azioni quotate) sia soprattutto indirettamente. La Tabella 1.5 evidenzia che chi ha beneficiato di questo flusso negativo è il debito della Pubblica Amministrazione, sia per il contributo diretto sia per quello 'indotto' dagli intermediari, soprattutto nella prima metà del 2019 (anche grazie alla riduzione dello *spread* sui mercati).

Il nostro modello stima una 'perdita' di valore dello *stock* investito nelle imprese non finanziarie di circa € 135 miliardi in 18 mesi. Crediamo che il dato rappresenti un elemento di attenzione: il debito pubblico ha continuato a drenare risorse dal finanziamento dell'Economia "reale", il che va a discapito dell'opportunità delle imprese nazionali di investire, creare posti di lavoro e ricchezza.

Un altro soggetto che ha beneficiato di questo depauperamento dell'Economia "reale" italiana è il resto del mondo (si veda la Tabella 1.6). A fine 2017 lo *stock* di investimenti diretti detenuti dalle Famiglie su attività all'estero era pari a € 471 miliardi; a metà 2019 lo stesso valore era € 476 miliardi, di poco superiore. Se consideriamo però le altre categorie dei soggetti istituzionali considerati nel modello (come banche, fondi, assicurazioni), si passa da € 1.696 miliardi a € 1.800 miliardi, con un aumento di oltre € 100 miliardi. Il quadro delineato mostra che le Famiglie hanno mantenuto stabile lo *stock* di investimenti detenuto sull'estero, mentre gli altri intermediari finanziari l'hanno incrementato.

(valori in € miliardi)	31/12/2017		31/12/2018		30/6/2019	
	Su estero	Da estero	Su estero	Da estero	Su estero	Da estero
Famiglie	471,4	-	462,6 (-8,8)	-	475,7 (+13,1)	-
Altri settori	1.695,8	2.610,0	1.719,2 (+23,4)	2.585,5 (-24,5)	1.799,7 (+80,5)	2.643,9 (+58,4)
TOTALE	2.167,2	2.610,0	2.181,8 (+14,6)	2.585,5 (-24,5)	2.275,4 (+93,6)	2.643,9 (+58,4)

Tabella 1.6

Stock di finanziamento dai soggetti residenti verso l'estero e dall'estero verso i residenti: confronto annuale (fra parentesi l'incremento sul periodo precedente).
Fonte: Banca d'Italia

La Tabella 1.6 descrive anche, durante lo stesso periodo, il comportamento degli investitori esteri. Nel 2018 hanno ridotto in maniera consistente l'esposizione verso l'economia italiana, in maniera generalizzata su tutti gli impieghi (- € 24,5 miliardi). C'è stato un deciso recupero nel primo semestre del 2019 (+ € 58,4 miliardi) che ha impattato soprattutto sulle imprese non finanziarie (+ € 29,9 miliardi) ma in particolare sul debito pubblico (+ € 62,9 miliardi).

Alcune considerazioni

Nel corso del periodo analizzato (dal 31/12/2017 al 30/6/2019) lo *stock* del debito pubblico complessivo italiano è aumentato da € 2.328,7 miliardi a € 2.442,4 miliardi (+ € 113,7 miliardi)⁵. Durante lo stesso periodo la quota detenuta da investitori esteri si è ridotta da € 732,1 miliardi a € 730,1 miliardi, scendendo simbolicamente sotto la soglia del 30% del totale.

I risultati del nostro modello sono coerenti con questi dati e possono essere così riassunti:

- l'incremento del debito pubblico è stato finanziato soprattutto dalle famiglie residenti (con un disimpegno degli investitori esteri) attraverso gli impieghi diretti e - ancora di più - attraverso le risorse allocate tramite banche, intermediari e fondi;
- mentre le famiglie hanno mantenuto quasi costante l'esposizione verso l'estero nei 18 mesi considerati, gli intermediari, i fondi e le assicurazioni l'hanno aumentata sensibilmente;
- tutto ciò è avvenuto a discapito dell'Economia "reale" rappresentata dalle società non finanziarie.

Il modello *input-output* ideato ci consente di quantificare l'effetto complessivo. Gli impieghi 'integrati' delle Famiglie sono scesi da € 1.442 miliardi a € 1.306 miliardi, con un saldo negativo di € 136 miliardi, a fronte di un decremento di quelli diretti pari a € 104 miliardi. Gli impieghi complessivi netti dalle Famiglie verso il debito della Pubblica Amministrazione sono invece aumentati da € 1.074 miliardi a € 1.098 miliardi, con un incremento di € 24 miliardi (di cui 'solo' € 7,6 miliardi direttamente).

Nel Capitolo 3 applicheremo questa metodologia per individuare il contributo specifico che nell'intero sistema è riconducibile alla filiera del Private Banking, e se il Private Banking abbia assecondato o controbilanciato la tendenza generale.

⁵ Fonte: Banca d'Italia, "Finanza pubblica: fabbisogno e debito"

2. Le *policy* di sostegno finanziario all'Economia "reale"

Il dibattito su come sostenere l'economia "reale" in Italia è quanto mai attuale. In questo capitolo si riassumono le principali leve di *policy* che sono state introdotte negli ultimi anni in questa direzione. In particolare ci soffermiamo sugli interventi relativi al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese che costituiscono un elemento importante nella struttura produttiva nazionale (senza dimenticare altri incentivi fiscali che hanno avuto un impatto significativo sugli investimenti delle imprese industriali come super-ammortamenti e iper-ammortamenti). Per Piccole e Medie Imprese (PMI) si definiscono tutte quelle società indipendenti con meno di 250 dipendenti il cui fatturato annuo non supera € 50 milioni oppure il cui totale di bilancio annuo non supera € 43 milioni. Seppur presenti in ogni territorio europeo, in Italia si registra una concentrazione di gran lunga maggiore di questa classe di attività: secondo i dati di Prometeia¹, esse impiegano l'82% dei lavoratori presenti sul territorio e rappresentano il 92% delle imprese attive (escludendo le imprese 'dormienti' con fatturato pari a zero nell'ultimo anno disponibile). Nel 2017 il numero di PMI in Italia era pari a 5,3 milioni; esse davano occupazione a più di 15 milioni di persone generando un fatturato complessivo di € 2.000 miliardi.

¹ Fonte: "Analisi dei microsettori", Prometeia.

L'incidenza delle PMI sul valore della produzione dell'economia nazionale è pari al 29%, la più elevata tra le principali economie europee.

La rassegna di strumenti qui analizzati non è certamente esaustiva; ci siamo soffermati soprattutto su quelli attivati più di recente.

Le *policy* nazionali

I Piani Individuali di Risparmio (PIR)

I Piani Individuali di Risparmio sono stati introdotti in Italia con la Legge 232/2016 (Legge di Bilancio 2017); essi sono contenitori fiscali all'interno dei quali i risparmiatori possono inserire diverse categorie di strumenti finanziari, ottenendo l'esenzione fiscale sui proventi, purché si rispettino determinati vincoli. L'obiettivo, come si evince dalla relazione illustrativa di accompagnamento al Disegno di Legge, era quello di offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine e favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali.

I PIR possono assumere diverse forme quali fondi comuni di investimento, SICAV, gestioni individuali di portafogli di investimento, polizze assicurative a contenuto finanziario e depositi amministrati. Il capitale a disposizione può essere investito in azioni, obbligazioni, quote di fondi e perfino contratti derivati.

I PIR sono rivolti esclusivamente alle persone fisiche residenti in Italia: l'importo massimo annuale investibile è di € 30.000, al netto dei costi, con un limite d'investimento cumulato di € 150.000; per usufruire degli incentivi fiscali è obbligatorio detenere ciascun investimento per un minimo di 5 anni. In aggiunta c'è l'obbligo di riservare una quota del 70% in titoli di società quotate e non, emesse da imprese residenti in Italia o negli stati membri dell'UE e dello Spazio economico europeo ma con attività stabile in Italia. Di questa porzione di portafoglio, il 30% deve essere investito in strumenti finanziari non inclusi nell'indice FTSE MIB. Infine, è posto un limite massimo di concentrazione pari al 10% per ogni singolo emittente di strumenti finanziari.

Inizialmente i PIR hanno avuto un grande successo (€ 10,9 miliardi raccolti nel 2017

² Si veda il quaderno di ricerca "I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano", Quaderno di Ricerca Intermonte n. 3/2018.

dai fondi comuni eleggibili, si veda la Figura 2.1) ma le risorse sono state investite più che altro in titoli quotati. Una ricerca condotta da Intermonte SIM e dalla School of Management del Politecnico di Milano² ha dimostrato un impatto significativo dei PIR sui prezzi delle azioni quotate su Borsa Italiana e sui volumi di scambio, soprattutto per le *mid cap* e il segmento STAR.

Rispetto al flusso di raccolta di capitale di rischio sul mercato primario, dopo una partenza lenta nel 2017, il mercato delle IPO nel 2018 è stato particolarmente vivace grazie soprattutto ai flussi in ingresso dei fondi PIR. Praticamente nullo, invece, è stato l'impatto sulle forme di finanziamento alternative, a vantaggio delle PMI non quotate, che rappresentano *asset class* illiquide non appetibili per i fondi aperti.

Anche per rispondere ai limiti citati, i vincoli di composizione dei PIR sono stati modificati dalla Legge di Bilancio 2019 (Legge 145/2018). In particolare, la quota vincolata del piano pari al 70% del totale deve essere investita per:

- almeno il 5% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese e quotati sui sistemi multilaterali di negoziazione (come AIM Italia ed ExtraMOT PRO);
- almeno il 5% in quote o azioni di fondi per la *venture capital*.

Purtroppo l'effetto è stato quello di interrompere il flusso della raccolta, come evidenzia la Figura 2.1. I gestori dei fondi hanno infatti segnalato la difficoltà di coniugare la struttura di un fondo aperto con l'investimento in attività illiquide e di difficile valorizzazione quotidiana. Il numero di fondi 'PIR-compliant' attivi al terzo trimestre 2019 è sceso da 72 a 69 e si è registrata una raccolta netta negativa.

Per eliminare il problema creato, la Legge di Bilancio 2020 interverrà eliminando i vincoli più problematici. In particolare, è stato introdotto un vincolo ad investire almeno il 3,5% del NAV totale dei fondi PIR in società escluse dagli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap. In pratica viene introdotto un obbligo per gli operatori PIR ad investire nelle "vere" società di piccola capitalizzazione, rivolgendosi ad un universo di società quotate su mercati regolamentati (MTA o STAR) o non regolamentati (AIM Italia) con una capitalizzazione inferiore a € 500 milioni.

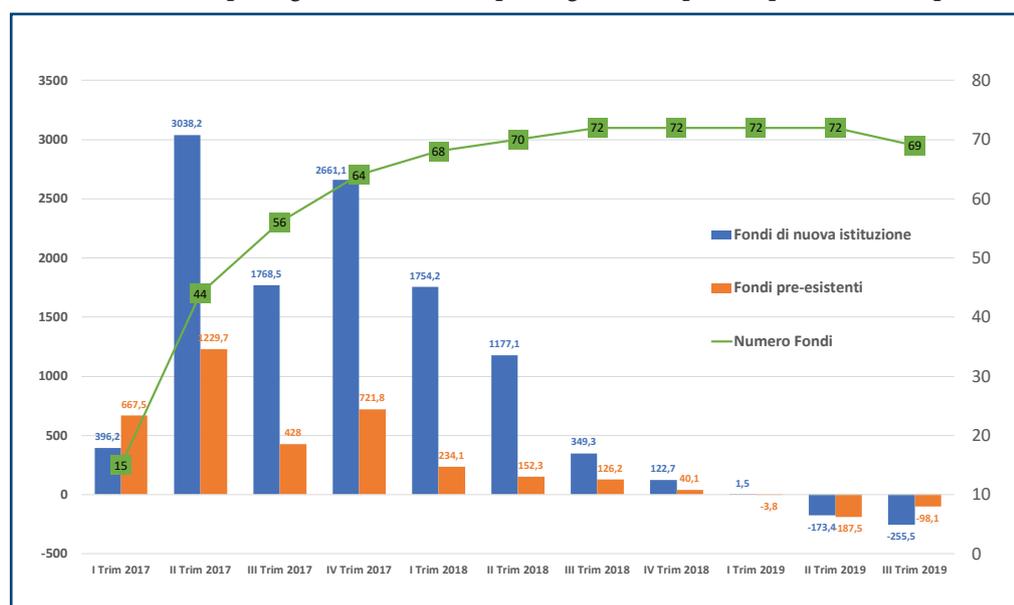
Secondo le previsioni di Intermonte SIM, gli afflussi netti sui fondi PIR stimati per il 2020 ammontano a € 3,52 miliardi, di cui € 3,2 miliardi di nuova raccolta e € 989 milioni derivanti dai piani di accumulo dei PIR nati nel 2017. Nel 2021 le attese sono per € 4,07 miliardi di afflussi e nel 2022 per € 4,54 miliardi.

I minibond

Fino a pochi anni fa l'emissione di obbligazioni per raccogliere capitale di debito sul mercato mobiliare era prerogativa - nei fatti - per le grandi imprese e per le società quotate.

Figura 2.1

Flusso trimestrale della raccolta netta dei fondi PIR e numero di prodotti attivi. Dati in € milioni. Fonte: Mappe trimestrali Assogestioni



Per rispondere al razionamento del credito segnalato dalle PMI a seguito della crisi finanziaria, il D.L. 83/2012 (“Decreto Sviluppo”) e i successivi D.L. 179/2012 (“Decreto Sviluppo Bis”), D.L. 145/2013 (piano “Destinazione Italia”) e D.L. 91/2014 (“Decreto Competitività”) hanno introdotto importanti novità ed eliminato alcuni vincoli, consentendo la nascita dell’industria dei *minibond* in Italia.

I *minibond* possono essere definiti come titoli di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) emessi da aziende di dimensione minore (SpA, Srl e cooperative), tipicamente per importi fino a € 50 milioni. Sono sottoscritti da investitori specializzati, come i fondi di credito, ma anche da banche, assicurazioni e clienti di SIM e *family office*.

Da poche settimane è operativa, in virtù di quanto stabilito dalla Legge di Bilancio 2019 (Legge 145/2018), la possibilità per i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob di collocare *minibond* emessi da società per azioni, in sezioni apposite e a favore di investitori professionali e di particolari tipologie non professionali.

Con l’arrivo dei *minibond*, Borsa Italiana ha aperto un listino dedicato (ExtraMOT PRO³) pensato per le emissioni delle PMI e per i titoli originati da loro cartolarizzazioni (*basket bond*).

L’Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha analizzato fino al 30 giugno 2019 ben 636 emissioni di *minibond* di importo non superiore a € 50 milioni, per un totale collocato di € 4,9 miliardi. Le operazioni hanno coinvolto 260 PMI in grande maggioranza nel campo del manifatturiero, dei servizi, delle costruzioni, delle *utilities* e del commercio. Come mostra la Figura 2.2, il dato preliminare per il secondo semestre del 2019 riporta 118 emissioni (massimo storico) per un controvalore di € 620 milioni.

Startup e PMI innovative

Il D.L. 179/2012 ha anche introdotto lo *status* giuridico della *startup* innovativa, con l’obiettivo di incentivare l’imprenditoria nei settori ad alta intensità tecnologica e attrarre talenti e capitale dall’estero. Essa è definita come una società di capitali che ha come oggetto esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. La *startup* innovativa deve avere meno di 5 anni di vita, non deve essere quotata in Borsa, non può distribuire utili e deve soddisfare almeno uno di tre requisiti: (1) spese in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 15% del maggior valore fra costo e valore della produzione, (2) almeno due terzi della forza lavoro in possesso della laurea magistrale, oppure almeno un terzo con il dottorato di ricerca, (3) essere titolare di almeno una privativa industriale, come un brevetto.

Gli incentivi concessi alle *startup* innovative includono semplificazioni burocratiche (come ad esempio la possibilità di costituzione *online* attraverso firma digitale e l’esenzione dal diritto annuale richiesto dalla CCIAA), una disciplina specifica per il *work-for-*

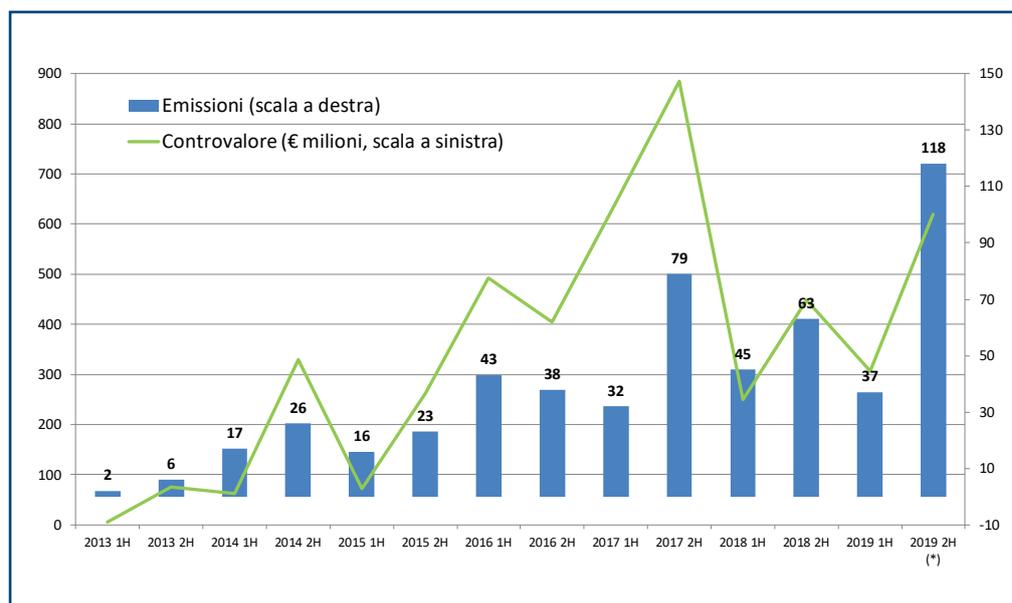


Figura 2.2

Il flusso della raccolta delle PMI da emissioni di *minibond* in Italia (collocamenti di società non bancarie).
Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano.

(*) = dato provvisorio

equity, priorità nell'accesso al Fondo Centrale per la garanzia statale sui prestiti, incentivi fiscali per gli investitori (detrazione fiscale pari al 30% per le persone fisiche, deduzione fiscale 30% per le persone giuridiche).

Il D.L. 3/2015 ha poi creato la PMI innovativa, cui sono estesi gran parte dei vantaggi concessi alle *startup* innovative. Essa è definita come una PMI non quotata, in possesso di almeno un bilancio certificato e di almeno due fra questi tre requisiti: (1) spese in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 3% del maggior valore fra costo e valore della produzione, (2) almeno un terzo della forza lavoro in possesso della laurea magistrale, oppure almeno un quinto con il dottorato di ricerca, (3) essere titolare di almeno una privativa industriale, come un brevetto.

Startup e PMI innovative sono state le prime tipologie di imprese ammesse alla raccolta di capitale di rischio tramite *equity crowdfunding* su piattaforme autorizzate e vigilate da Consob: oggi l'opportunità è estesa a tutte le PMI.

Alla data del 1/1/2020 risultavano iscritte presso il Registro delle Imprese ben 10.860 startup innovative e 1.355 PMI innovative.

Credito di imposta: incentivi alla quotazione per le PMI

Riconoscendo che la quotazione sui mercati borsistici può spingere le imprese ad essere più trasparenti e competitive, ad adottare buone pratiche di *governance*, a crescere più velocemente e a finanziarsi a condizioni migliori (Giorgino et al., 2001), la legge di Bilancio 2018 ha introdotto anche un credito d'imposta per le spese che le PMI affrontano nel processo di quotazione.

In particolare si riconosce alle PMI che hanno ottenuto l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato, o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'UE o dello Spazio Economico Europeo, un credito d'imposta pari al 50% dei costi di consulenza (fino a un massimo di € 500.000) sostenuti fino al 31 dicembre 2020, per la suddetta finalità. Le spese riguardano servizi di natura fiscale, legale, finanziaria, nonché *marketing* e comunicazione.

Non è facile individuare una relazione causa-effetto diretta, ma come mostra la Figura 1.3 nel Capitolo precedente, nel 2018 e nel 2019 le nuove quotazioni sul listino AIM Italia sono state ben 57 con un aumento del 62% rispetto al biennio precedente. Il capitale raccolto in fase di IPO nel biennio è stato pari a circa € 1,5 miliardi.

Una ricerca pubblicata dalla School of Management del Politecnico di Milano, in collaborazione con Borsa Italiana in occasione del decennale di AIM Italia, riportava che alla data del 1/9/2019 il 41% delle 128 imprese quotate su AIM Italia si caratterizzavano come PMI e ben il 29% risultava iscritto all'albo delle PMI innovative.

Fondo Italiano di Investimento SGR

Fondo Italiano d'Investimento SGR è una società di gestione del risparmio italiana, nata a marzo 2010; è partecipata per il 68% dalla Cassa Depositi e Prestiti e per la parte rimanente da alcune delle principali istituzioni e banche italiane. La *mission* è quella di supportare la crescita delle aziende italiane, soprattutto PMI, con particolare attenzione alla tecnologia e all'innovazione. Ad oggi, Fondo Italiano d'Investimento SGR gestisce sette fondi di investimento mobiliari chiusi, per un totale di *asset under management* pari in prospettiva a circa € 2,3 miliardi:

- Innovazione e Sviluppo, dedicato all'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale di piccole e medie imprese italiane con l'obiettivo di favorire i processi di aggregazione all'interno delle rispettive filiere produttive;
- FII Tech Growth, dedicato all'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale di PMI tecnologiche italiane, con l'obiettivo di sostenere i processi di crescita, innovazione ed internazionalizzazione;
- Fondo Italiano di Investimento Fondo di Fondi e FoF PE Italia, dedicati a investimenti in fondi italiani di *private equity* che condividano la politica di investimento e gli obiettivi del Fondo;
- Fondo di Fondi di Private Debt (FoF PD), pensato per investimenti in fondi di credito;

- Fondo Italiano di Investimento FII Venture (FII Venture) e Fondo di Fondi di Venture Capital (FoF VC) dedicati a investimenti in fondi italiani di *venture capital*.

Invitalia

L'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa, meglio conosciuta come Invitalia, è controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze; il suo obiettivo è dare impulso alla crescita economica dell'Italia, puntando sui settori strategici per lo sviluppo e l'occupazione, nonché rilanciare le aree di crisi industriali. Gestisce tutti gli incentivi nazionali che favoriscono la nascita di nuove imprese e di *startup* innovative, come ad esempio il bando Smart&Start.

Finanzia i progetti grandi e piccoli, rivolgendosi agli imprenditori con piani di sviluppo, soprattutto nei settori innovativi e ad alto valore aggiunto.

La Cassa Depositi e Prestiti e il Gruppo CDP

Istituita nel 1850 dal Parlamento del Regno di Sardegna, Cassa Depositi e Prestiti ha supportato nelle sue diverse fasi l'economia italiana, facendo leva storicamente sulla gestione del risparmio postale. Dal 2003 la Cassa è una società per azioni (70% Ministero dell'Economia e delle Finanze e 30% in capo a 66 fondazioni di origine bancaria).

Nel 2012 la Cassa assume il controllo di SACE e SIMEST, aziende a sostegno dell'esportazione e dell'internazionalizzazione, e di Fintecna, che controlla Fincantieri. Il gruppo si segmenta ulteriormente con la nascita di: CDP Equity, una *holding* di partecipazioni; CDP Investimenti SGR, che opera a sostegno delle politiche abitative, della valorizzazione del patrimonio pubblico e della crescita del settore turistico; CDP Reti, che gestisce le partecipazioni detenute in Snam, Italgas e Terna per sostenere lo sviluppo delle infrastrutture strategiche del Paese; CDP Immobiliare.

Tramite la Legge di Stabilità 2016, Cassa Depositi e Prestiti assume il ruolo di Istituto Nazionale di Promozione, assumendo un ruolo chiave nell'attuazione del Piano Juncker in Italia. Il piano industriale 2019-2021 prevede di mobilitare oltre € 110 miliardi di risorse proprie per la crescita economica e lo sviluppo sostenibile del Paese, attivando altri € 90 miliardi di risorse aggiuntive da investitori privati e altre istituzioni territoriali, nazionali e sovranazionali. A favore dell'economia "reale" sarà attivata un'offerta integrata di sottoscrizione di debito, strumenti di *equity* e garanzie, nonché di strumenti specifici per gli investimenti nelle infrastrutture.

Inoltre nel 2020 Invitalia Ventures SGR, da poco sotto il controllo della Cassa, dovrebbe avviare l'operatività del Fondo Nazionale Innovazione, destinato a supportare il *venture capital* e gli incubatori di *startup*.

Il Fondo di Garanzia

Operativo dall'anno 2000, il Fondo Centrale di Garanzia fino ad oggi ha agevolato oltre € 150 miliardi di finanziamenti, prestando garanzie per € 97,4 miliardi. Istituito presso il Ministero dello Sviluppo Economico, il fondo offre una garanzia pubblica che facilita l'accesso al credito delle PMI e dei professionisti (compreso il miocredito), finanziata anche con fondi europei. L'impresa deve rivolgersi a una banca per richiedere il finanziamento e, contestualmente, verificare che sul finanziamento sia acquisita la garanzia diretta. Sarà la banca stessa ad occuparsi della pratica. In alternativa, ci si può rivolgere a un Consorzio Fidi che garantisce l'operazione in prima istanza e richiede la controgaranzia al Fondo.

La copertura del Fondo può arrivare fino all'80% e varia in funzione della probabilità di *default* e della classe di merito del soggetto beneficiario finale.

Le finanziarie regionali

Nelle diverse Regioni italiane, sono attive delle finanziarie pubbliche, che intervengono a favore delle imprese e dell'Economia "reale" con finanziamenti a fondo perduto, o a tasso agevolato, con garanzie e investimenti diretti in titoli di debito o *equity*. La Tabella 2.1 elenca le finanziarie e i principali interventi attuati o in corso di attuazione.

Tabella 2.1
Le finanziarie regionali
in Italia e i principali
interventi a favore delle
imprese e dell'Economia
"reale"

Regione	Finanziaria	Principali interventi a favore dell'economia "reale"
Valle d'Aosta	Finaosta SpA	- Mutuo consolidamento (rivolto alle PMI e finalizzato al consolidamento del debito bancario)
Piemonte	Finpiemonte SpA	- Fondi rischi dei Confidi (micro e PMI, a sostegno del credito) - Fondo agevolazioni PMI (finanziamento agevolato su progetti di innovazione del processo produttivo) - SCUP (supporto ai programmi di consolidamento e crescita delle <i>startup</i>)
Liguria	Filse SpA	- Programma Operativo Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (Fesr) per rilancio economia e occupazione
Lombardia	Finlombarda SpA	- Credito Adesso (sostegno al fabbisogno di capitale circolante connesso all'espansione commerciale) - Progetto Minibond (coinvestimento nei <i>minibond</i>) - INTRAPRENDO (sostegno all'imprenditorialità e all'autoimpiego)
Veneto	Veneto Sviluppo SpA	- Fondi di Rotazione per l'erogazione di finanziamenti bancari e <i>leasing</i> agevolati - FVS SGR (fondi chiusi di <i>venture capital</i> , <i>private equity</i> e <i>private debt</i>)
Trentino A.A. (Trento)	Trentino Sviluppo SpA	- Fondo strategico Trentino Alto Adige (<i>private debt</i>) - Accordi di collaborazione con i <i>business angels</i> (Ban Trentino e BA Verona) - Trentino Invest, società mista pubblico-privata per lo sviluppo sostenibile
Trentino A.A. (Bolzano)	Alto Adige Finance SpA, IDM Südtirol - Alto Adige	- Fondo strategico Trentino Alto Adige (<i>private debt</i>) - Alpine growth investment platform (fondo di fondi) - Marchio ombrello Südtirol - Alto Adige
Friuli - Venezia Giulia	Friulia SpA	- Intervento nel <i>private equity</i> e nella sottoscrizione di <i>minibond</i> - Liquidity Facility (<i>credit enhancement</i>)
Emilia Romagna	ART-ER Soc. consortile	- Piattaforma di Open Innovation per <i>startup</i> , imprese e ricercatori
Toscana	Fidi Toscana SpA	- Finanziamenti a tasso zero - Garanzie Agevolate, a favore di imprese create da giovani e da donne
Umbria	Gepafin SpA	- Garanzie di rischio insolvenza su prestiti bancari - Interventi nel capitale di rischio
Lazio	Lazio Innova	- Fondo "FARE LAZIO" a sostegno delle PMI (fondo rotativo per il piccolo credito, riassicurazione garanzie rilasciate da Consorzi Fidi, Voucher Garanzia, Garanzia Equity) - Fondo di <i>venture capital</i> Innova Venture
Campania	Sviluppo Campania SpA	- Progetto Campania Bond (<i>minibond</i>) - Progetto Artigianato campano
Abruzzo	Fira SpA	- Fondo SAIM (fondo di garanzia per il credito)
Molise	Finmolise SpA	- Fondo regionale di garanzia diretta sugli investimenti
Puglia	Puglia Sviluppo SpA	- PIA: Programmi Integrati di Agevolazione per PMI - Contratti di programma: - Microprestito - Fondo Minibond 2014-2020
Basilicata	Sviluppo Basilicata SpA	- Microcredito: finanziamenti a tasso zero - Progetto Impresa Artigiana Innovativa
Calabria	Fincalabra SpA	- Fondo per il sostegno e lo sviluppo dell'artigianato - INTRAPRESA (rilancio e crescita dell'economia)
Sicilia	Irfis-FinSicilia SpA	- Fondo Sicilia per il rilancio aziendale - Sottoscrizione di <i>minibond</i>
Sardegna	SFIRS SpA	- Fondo di garanzia per l'accesso al credito

Si può notare che gran parte degli interventi sono riconducibili a contributi, soprattutto a PMI, per ridurre il costo del debito e offrire garanzie sulle prime perdite, investimenti diretti nel capitale di rischio o nei titoli di debito, iniziative a sostegno dell'imprenditorialità.

A livello locale va poi segnalato l'attivismo delle Camere di Commercio (con il supporto di Innexa - Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza), che periodicamente pubblicano bandi a sportello o a graduatoria per facilitare l'accesso al credito, supportare l'attività dei Consorzi Fidi, coprire costi di investimento o di istruttoria.

Le policy europee

Il Piano Juncker

Nel 2014 è stato presentato il "Piano di investimenti per l'Europa", detto anche Piano Juncker, con lo scopo di combattere la stagnazione economica mobilitando risorse e forme di supporto utili a dare una nuova spinta agli investimenti nell'economia "reale" all'interno dell'Unione Europea. L'obiettivo del piano è quello di rilanciare gli investimenti attraverso tre strumenti fondamentali.

Il primo e più importante componente è rappresentato dal Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) che mira a supportare gli investimenti della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) mediante una garanzia sulle prime perdite. Il FEIS è messo a disposizione dal bilancio comunitario e permette di finanziare più agevolmente progetti imprenditoriali ad alto rischio. Possono accedervi grandi imprese, PMI, enti pubblici, fondi e banche. Nello specifico per le PMI, il flusso di finanziamenti si concretizza attraverso una rete di intermediari finanziari accreditati, presenti in ogni Paese, che fungono da 'ponte' per portare i finanziamenti alle realtà locali.

Il secondo strumento riguarda attività di supporto realizzate attraverso il Polo europeo di consulenza sugli investimenti, un punto di accesso unico a servizi di consulenza e assistenza tecnica destinato a promotori di progetti privati e pubblici. I servizi sono personalizzati e resi più accessibili a livello nazionale e nelle realtà locali attraverso il coinvolgimento di banche e altri *partner*. In tale ambito è prevista la realizzazione di un Portale dei progetti di investimento europei, una piattaforma *online* volta a migliorare la visibilità dei progetti al fine di aumentarne le loro possibilità di finanziamento.

Il terzo strumento agisce a livello nazionale e comunitario e consiste in raccomandazioni, strategie e piani d'azioni da mettere in atto per migliorare il contesto imprenditoriale al fine di eliminare gli ostacoli normativi agli investimenti.

Stando agli ultimi aggiornamenti dell'Unione Europea, sino a novembre 2019 si contano € 10,9 miliardi di finanziamenti mobilitati dal Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici in Italia e si prevede di mobilitare altri € 68,8 miliardi nel futuro. Sono stati approvati 90 progetti in infrastrutture finanziati dalla BEI con il sostegno del FEIS per circa € 7,6 miliardi di importo complessivo e un totale previsto pari a € 32 miliardi.

Si stima che il totale degli investimenti a sostegno delle PMI italiane attraverso banche intermediarie o fondi finanziati dal Fondo europeo per gli investimenti (con il sostegno del FEIS) possa arrivare a € 36,7 miliardi con quasi 300.000 PMI e imprese a media capitalizzazione che dovrebbero beneficiarne. Al 30/11/2019 le risorse già erogate in Italia a tale scopo erano pari a € 3,3 miliardi.

Gli ELTIF

Gli European Long Term Investment Funds (ELTIF) sono fondi chiusi di investimento alternativi introdotti dal Regolamento Comunitario UE 2015/760 con l'obiettivo di offrire agli investitori impieghi su un orizzonte temporale medio-lungo e porsi come fonte di finanziamento alternativa al canale bancario per l'economia europea, in particolare per le PMI e per le infrastrutture.

In Italia, la direttiva sugli ELTIF è stata recepita con il D.L. 233/2017 e la norma è entrata in vigore il 28 febbraio 2018. Con il Decreto Crescita del 2019 (D.L. 34/2019, art. 36-bis) sono state introdotte delle agevolazioni fiscali a favore degli investimenti in ELTIF

specializzati in PMI italiane. Gli incentivi riguardano solo le persone fisiche residenti e consistono nell'esenzione da tassazione degli utili derivanti dalla partecipazione all'ELTIF o in fondi di ELTIF e nell'esenzione dall'imposta di successione delle quote o azioni. Affinché si possa beneficiare di tali agevolazioni almeno il 70% del capitale dell'ELTIF deve essere investito:

- in strumenti di *equity* (o *quasi-equity*) oppure in strumenti di debito emessi da imprese di portafoglio ammissibili, acquisiti anche sul mercato secondario;
- in prestiti erogati dall'ELTIF a tali imprese;
- in attività reali, per un valore di almeno € 10 milioni, indirettamente tramite la partecipazione in imprese di portafoglio ammissibili.

Nello specifico, sono considerate "imprese di portafoglio ammissibili" tutte quelle imprese che non svolgono attività di natura finanziaria (a meno che non si tratti di società che finanziano esclusivamente imprese di portafoglio ammissibili) residenti in Italia o in uno Stato UE o SEE con stabile organizzazione in Italia. Esse devono essere aziende non quotate in un mercato regolamentato o, se quotate, che presentino una capitalizzazione media inferiore a € 500 milioni. In aggiunta, l'esposizione a un singolo emittente non deve superare il 10%. Il patrimonio raccolto dal medesimo gestore non deve superare € 200 milioni annuali, fino a un ammontare complessivo per ciascun gestore pari a € 600 milioni.

Il *minimum holding period* dell'investimento è cinque anni, tuttavia è possibile disinvestire le quote o azioni anche in anticipo ma, al fine di non perdere l'agevolazione fiscale, il relativo controvalore deve essere integralmente reinvestito in un altro ELTIF (o fondo di ELTIF) entro 90 giorni dalla cessione o dal rimborso delle quote o azioni. Gli investitori non possono destinare a questi strumenti finanziari un importo superiore al 10% del loro portafoglio complessivo, qualora questi non superi € 500.000.

Le agevolazioni previste in merito agli ELTIF specializzati in PMI italiane saranno in vigore solo dopo l'autorizzazione della Commissione Europea. È previsto un limite massimo di investimento annuale per € 150.000, con un totale cumulato massimo pari a € 1,5 milioni.

Ad oggi si ha evidenza di numerose iniziative in rampa di lancio da parte di operatori nel mondo del risparmio e *private banking* dedicate soprattutto agli investimenti illiquidi.

La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI)

La Banca Europea per gli Investimenti (BEI) è nata nel 1958 per iniziativa dell'Unione Europea (l'Italia detiene il 16,1% delle quote) ed ha l'obiettivo di sostenere progetti di investimento per la crescita, l'integrazione, la coesione regionale e anche la cooperazione fuori dai confini europei.

Gli interventi della BEI si concretizzano in prestiti, partecipazione con *equity*, garanzie e servizi di consulenza finanziaria. In Italia nel 2018 sono stati investiti € 8,46 miliardi (di cui la maggior parte a sostegno di prestiti verso le PMI), più che in qualsiasi altro Stato UE. In aggregato, dalla nascita della BEI sono stati 2.481 i progetti finanziati sul suolo nazionale, per un totale di oltre € 225 miliardi.

Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) è il braccio operativo della BEI dedicato alle PMI. Il Fondo investe in fondi di *private equity*, *venture capital*, debito mezzanino; inoltre concede garanzie su operazioni di cartolarizzazione di titoli e su portafogli di crediti.

Horizon 2020

Si tratta dello strumento di intervento finanziario per promuovere la ricerca e l'innovazione nell'Unione Europea, che in 7 anni ha messo a disposizione quasi € 80 miliardi, con l'obiettivo di sostenere - fra l'altro - la *leadership* industriale.

Il programma si articola in diverse azioni e programmi di lavoro. Secondo i dati ufficiali dell'Unione Europea, in Italia circa 2.800 PMI hanno ottenuto finanziamenti finora per € 733 milioni. Sommando anche le grandi imprese si arriva a € 1,5 miliardi.

Alla conclusione di Horizon 2020, è previsto il lancio di Horizon Europe, con l'investimento di € 94 miliardi per i prossimi anni.

3. Private Banking ed Economia “reale”

In questo capitolo focalizziamo l’analisi sull’industria del Private Banking in Italia, descrivendone la rilevanza attraverso i dati forniti da AIPB, Associazione Italiana Private Banking. Applicheremo la metodologia introdotta nel capitolo precedente per analizzare l’impatto diretto e indiretto di questo settore sull’Economia “reale”, facendo leva anche su dati raccolti appositamente presso gli associati.

I patrimoni gestiti dal Private Banking appaiono sempre più strategici nel dibattito sul finanziamento alle imprese produttive italiane. Gli investimenti dei clienti Private possono rappresentare una leva importante per l’Economia “reale” italiana, un nuovo ossigeno per lo sviluppo del tessuto imprenditoriale nazionale, popolato da piccole e medie imprese che gli investitori istituzionali considerano spesso un investimento diseconomico a causa delle loro dimensioni ridotte. Gli investitori individuali Private, grazie alla possibilità di diversificazione garantita dalla dimensione e dalle caratteristiche dei loro portafogli, possono infatti contribuire al miglioramento della composizione dei passivi delle imprese, candidandosi come fonte di finanziamento alternativa di medio lungo termine a quello che un tempo veniva prestato dagli istituti finanziari e dagli investitori esteri i quali, per motivi diversi, hanno ridotto l’esposizione verso l’Economia “reale” italiana.

Il Private Banking in Italia: caratteristiche ed evoluzione del settore

Il mercato del Private Banking può essere definito dall’insieme degli operatori che offrono servizi di gestione personalizzata di portafogli finanziari e/o consulenza finanziaria evoluta a soggetti che vantano un patrimonio personale, familiare o collegato all’attività professionale/imprenditoriale in cui rientrano *asset* bancari, assicurativi, mobiliari, immobiliari e reali, per un importo pari almeno a € 2 milioni (AIPB, 2018).

La quota di ricchezza gestita dal Private Banking rappresenta una parte rilevante delle attività finanziarie investibili delle famiglie italiane (sfiora il 30%). Il riferimento alla ricchezza finanziaria definita “investibile” deriva dal fatto che i portafogli finanziari degli investitori individuali affidati al servizio di Private Banking comprendono esclusivamente la liquidità, i titoli, il risparmio gestito in forma individuale o collettiva, i prodotti assicurativi vita. Rispetto allo *stock* di attività finanziarie descritte nel Capitolo 1 non vengono quindi considerate le partecipazioni e le azioni non quotate, in relazione al fatto che queste vengono detenute direttamente dalle famiglie senza l’intermediazione degli operatori di Private Banking, così come le quote di TFR e altre riserve assicurative.

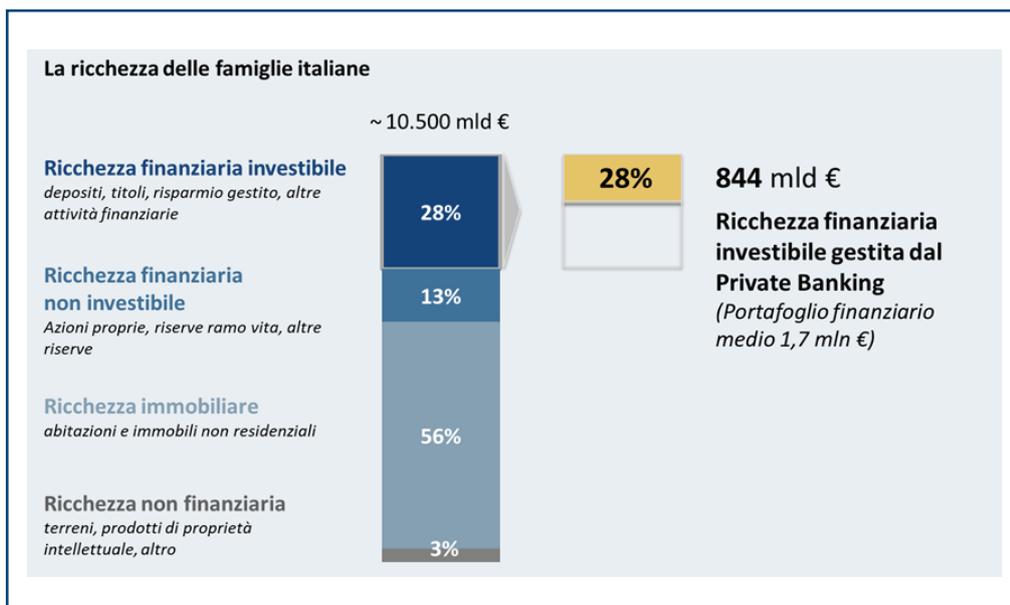
I dati AIPB mostrano un settore in crescita che, negli anni, ha saputo conservare e accrescere la fiducia dei clienti¹ guadagnando quote di mercato. Si tratta di un’industria che ha dimostrato di saper recuperare velocemente nei principali momenti di difficoltà dei mercati finanziari (si pensi al 2018, il più recente esempio del crollo dei mercati finanziari, e al 2011, l’anno della crisi del debito sovrano) e di far crescere il valore degli *asset* gestiti ad un tasso medio annuo superiore a quello degli altri operatori che gestiscono la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane². Nel periodo di riferimento per la nostra indagine, il Private Banking è arrivato a gestire € 844 miliardi (si veda la Figura 3.1), registrando nel primo semestre 2019 una crescita del 6% che è risultata essere superiore alla variazione del 2,6% realizzata dagli altri operatori esterni al perimetro del Private Banking. L’incremento degli *asset* è dipeso contemporaneamente da un effetto positivo dei mercati finanziari sul valore dei portafogli investiti, da una raccolta netta di nuovi

¹ Per approfondimenti sulla soddisfazione dei clienti si veda la relazione di AIPB “Osservatorio sulla clientela Private in Italia”.

² Si rammenta che i principali operatori che gestiscono la ricchezza delle famiglie in Italia includono: Banche, Reti di consulenza finanziaria, Poste Italiane e agenti assicurativi.

Figura 3.1

Quota di ricchezza delle famiglie italiane gestita dal Private Banking (dati al 30 giugno 2019).
Fonte: elaborazioni AIPB su dati Banca d'Italia e Prometeia



flussi di risparmi delle famiglie Private già servite e dall'acquisizione di nuova clientela da altri operatori. Per quanto riguarda le previsioni del settore, secondo una ricerca realizzata da AIPB e Prometeia, il mercato domestico del Private Banking continuerà a crescere nei prossimi due anni ad un tasso medio annuo del 3,4%, più alto di quello stimato per il resto del mercato che si attesterà attorno al 2% medio annuo.

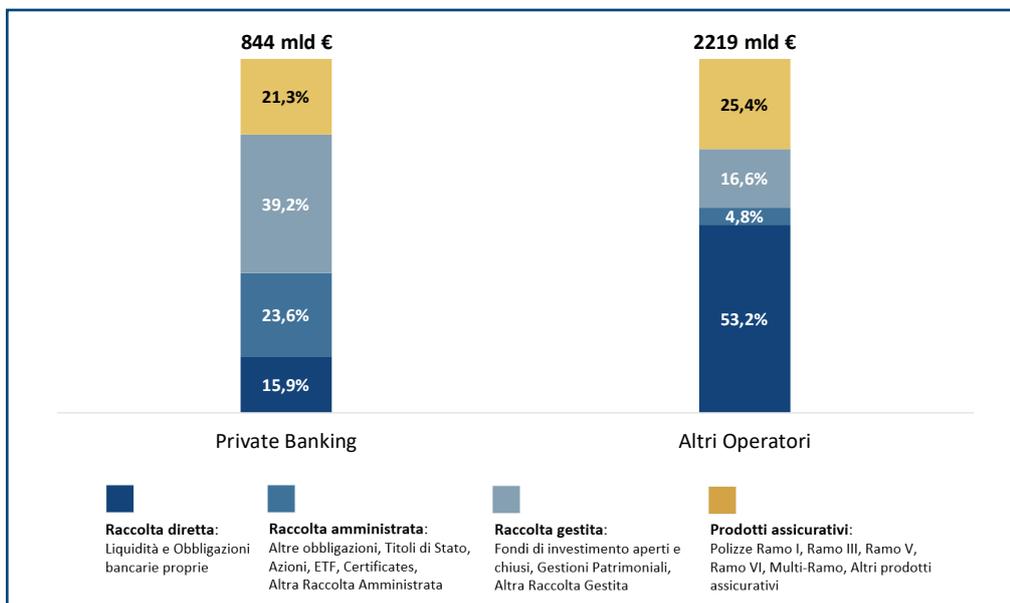
I portafogli delle famiglie italiane servite dal Private Banking presentano alcune peculiarità rispetto alle famiglie *retail* sia in termini di dimensione media (€ 1,7 milioni) che di grado di investimento (si veda la Figura 3.2). Infatti, la liquidità mantiene un peso molto contenuto (16% delle masse rispetto al 53% per le famiglie *retail*) accanto ad una quota rilevante di investimenti diretti in titoli (raccolta amministrata pari al 24% delle masse rispetto al 5% per le famiglie *retail*) e di risparmio gestito in forma individuale e collettiva (39% contro il 17% per le famiglie *retail*). Invece i prodotti assicurativi rappresentano il 21% delle attività gestite dal Private Banking, con un peso simile a quello rilevato nei portafogli *retail* (25%).

Private Banking e Economia "reale" italiana: l'impatto del settore

Secondo una recente ricerca (AIPB-Censis, 2019) un terzo degli investitori *target* del Private Banking è disponibile a destinare una quota del proprio patrimonio per il so-

Figura 3.2

Portafogli gestiti dal Private Banking a confronto con quelli degli altri operatori (dati al 30/6/2019).
Fonte: AIPB



stegno dell’Economia “reale” in Italia. La realizzazione di nuove infrastrutture come aeroporti, autostrade o scuole è considerata strategica dall’89% degli intervistati. Il 63% ritiene che sia importante investire direttamente nelle attività produttive. Oltre un terzo degli intervistati considera fondamentale per il Paese la realizzazione di impianti per la produzione di energia rinnovabile e per l’efficiente smaltimento dei rifiuti.

I dati presentati nel paragrafo precedente mostrano che le risorse del Private Banking sono investite in una varietà di strumenti, non sempre riconducibili alle imprese non finanziarie. Diventa quindi interessante analizzare il contributo che il Private Banking ‘presidia’ nell’ambito della contabilità nazionale sui flussi di investimento.

In questa ricerca, per conseguire l’obiettivo, faremo ricorso a due diverse metodologie.

La prima parte da un livello ‘micro’ elaborando dati raccolti dai singoli soci AIPB per individuare la quota degli investimenti diretti e indiretti. In questa parte della ricerca l’Ufficio Studi di AIPB ha interpellato gli associati chiedendo di segnalare la consistenza, al 31/12/2018 e al 30/6/2019, degli investimenti in essere riferiti all’Economia “reale”. In particolare, in coerenza con la definizione adottata nel Capitolo 1, è stata redatta una lista di strumenti finanziari quotati (324 azioni e 346 obbligazioni) emessi da imprese italiane e riconducibili ai codici ATECO eleggibili.

In aggiunta è stato redatto un elenco di 13.278 fondi comuni italiani ed esteri (selezionati da una lista di circa 41.000 fondi autorizzati per la distribuzione in Italia) in funzione della presenza di una quota positiva di Economia “reale” italiana nei portafogli al 31/12/2018. Ai partecipanti alla *survey* è stato chiesto di indicare l’importo che, a qualsiasi titolo e con qualsiasi mandato, risultava investito dai clienti in ognuno di questi strumenti finanziari (titoli e fondi) nelle due date scelte. Per quanto riguarda gli investimenti nei singoli titoli, essi sono completamente riconducibili all’Economia “reale” mentre per quanto riguarda i fondi di investimento è stato fondamentale e prezioso il contributo alla ricerca di Morningstar, che per ogni prodotto ha indicato la percentuale investita in titoli italiani dell’Economia “reale”, sulla base della metodologia iniziale introdotta nel Capitolo 1.

La seconda metodologia parte da un livello ‘macro’ adattando il modello ‘*input-output*’ presentato nel Capitolo 1, per calcolare l’investimento “integrato”. Operativamente, è sufficiente inserire nel modello la consistenza degli investimenti diretti nelle diverse categorie istituzionali individuate, partendo dalle statistiche di AIPB e adottando alcune ipotesi condivise dal *team* di ricerca sulla base di medie di mercato.

La limitazione più rilevante riguarda il comparto assicurativo. Infatti, ad un livello ‘micro’ è stato impossibile discriminare fra prodotti di assicurazioni italiane e straniere (imputandole poi nel nostro modello alle riserve tecniche), e men che meno risalire agli investimenti indiretti nei singoli titoli; non consideriamo quindi il contributo specifico e siamo consapevoli che l’esposizione integrata del Private Banking risulta sottostimata di alcuni miliardi.

Investimenti diretti

Nel primo capitolo è emerso che le famiglie italiane finanziano in misura importante l’Economia “reale” domestica. Le analisi di Figura 1.7 mostrano che al 31/12/2018 circa un quarto delle passività delle società non finanziarie provengono infatti dal risparmio delle famiglie, in termini diretti (€ 931 miliardi) e integrati (€ 1.318 miliardi).

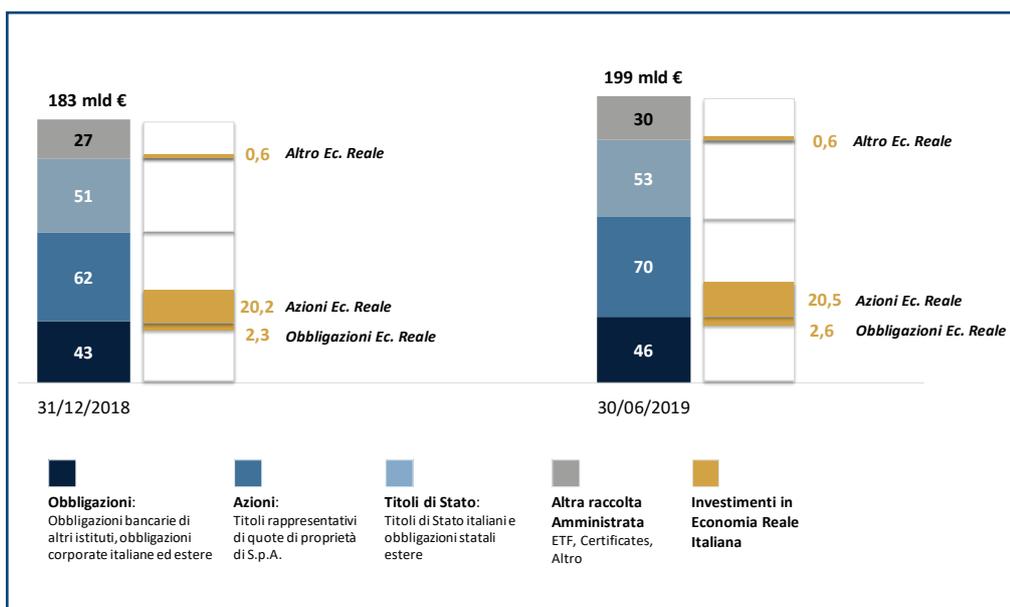
Per analizzare in quale misura il finanziamento diretto sia riconducibile a clienti di Private Banking, è necessario tenere in considerazione che nei portafogli gestiti dall’industria non compaiono le partecipazioni e le azioni non quotate di proprietà degli investitori individuali che, si rammenta, rappresentano l’80% dei 931 miliardi di finanziamenti diretti delle famiglie (ovvero circa € 750 miliardi).

Inoltre, i dati AIPB non considerano la quota di prestiti concessi dalle famiglie a società non finanziarie (circa € 14 miliardi). Queste componenti saranno quindi escluse dalle analisi che seguono; tuttavia si ritiene ragionevole ipotizzare che buona parte dell’ammontare rilevato nel primo capitolo sia da considerare in capo alle famiglie Private, poiché una ampia quota dei clienti dell’industria è rappresentata da imprenditori. L’analisi

Figura 3.3

Raccolta amministrata e investimento diretto in Economia "reale" dei portafogli Private. Valori in € miliardi.

n.b. il contributo degli ETF all'investimento in Economia "reale" rilevato nella raccolta amministrata del Private Banking sarà conteggiato nel totale 'integrato'



che segue esclude anche le riserve tecniche presso società non finanziarie (€ 96,5 miliardi) e la parte dei depositi presso società non finanziarie di cui non è stato possibile rilevare la parte attribuibile alle famiglie Private (€ 36,7 miliardi).

Il dettaglio delle masse da raccolta amministrata dei 38 operatori del Private Banking che hanno risposto all'indagine AIPB evidenzia che una quota consistente degli attivi risulta investita in titoli azionari quotati (35,1%) e in obbligazioni (23,2%), a dimostrazione della buona propensione della clientela a mantenere investite le proprie risorse con orizzonti temporali di medio-lungo periodo. I titoli di Stato pesano il 26,5% delle masse amministrata.

Lo *stock* investito in Economia "reale" italiana tramite l'acquisto di azioni e obbligazioni di imprese non finanziarie, come mostra la Figura 3.3, risulta pari a € 22,5 miliardi nel 2018 e sale a € 23,1 miliardi nei successivi 6 mesi del 2019. Nel dettaglio, la quota principale di Economia "reale" presente nei portafogli Private è prevalentemente sotto forma di azioni quotate (90%). Completano la raccolta amministrata i titoli emessi da società che operano nel settore finanziario, bancario e assicurativo o da imprese estere. L'evoluzione nel primo semestre 2019 risulta positiva in termini di *asset* investiti (+ € 0,3 miliardi), anche se la variazione risulta più contenuta rispetto al totale delle altre azioni in portafoglio (+ € 8 miliardi).

Confrontando questo dato con l'ammontare degli investimenti diretti per mezzo di azioni e obbligazioni delle famiglie italiane, emerge un ruolo preponderante dei clienti del Private Banking, poiché rappresentano quasi il 70% del totale. I portafogli gestiti dal Private Banking mostrano quindi un peso rilevante degli investimenti complessivi in titoli quotati, sia diretti tramite l'acquisto di azioni e obbligazioni *corporate*.

La possibilità per i clienti Private di investire le proprie risorse in imprese non finanziarie domestiche risulta però vincolata dalle caratteristiche principali del mercato quotato italiano. Il limitato ricorso da parte delle imprese produttive al mercato borsistico si riflette direttamente sul contributo effettivo della clientela Private al finanziamento dell'Economia "reale". Infatti, nonostante la propensione all'investimento domestico risulti accentuata (se si considera solo il settore non finanziario, il 30% delle azioni nei portafogli Private risulta essere di imprese italiane), il peso marginale dell'azionario italiano sul globale (0,8%) rappresenta di fatto il maggiore vincolo e obbliga ad investire in imprese estere o nel settore finanziario per poter mantenere una corretta diversificazione del portafoglio.

Lo sviluppo degli investimenti diretti dei clienti del Private Banking in Economia "reale" italiana passa perciò inevitabilmente attraverso un incremento del numero delle imprese italiane non finanziarie quotate e una crescita del peso del mercato italiano sull'azionario globale.

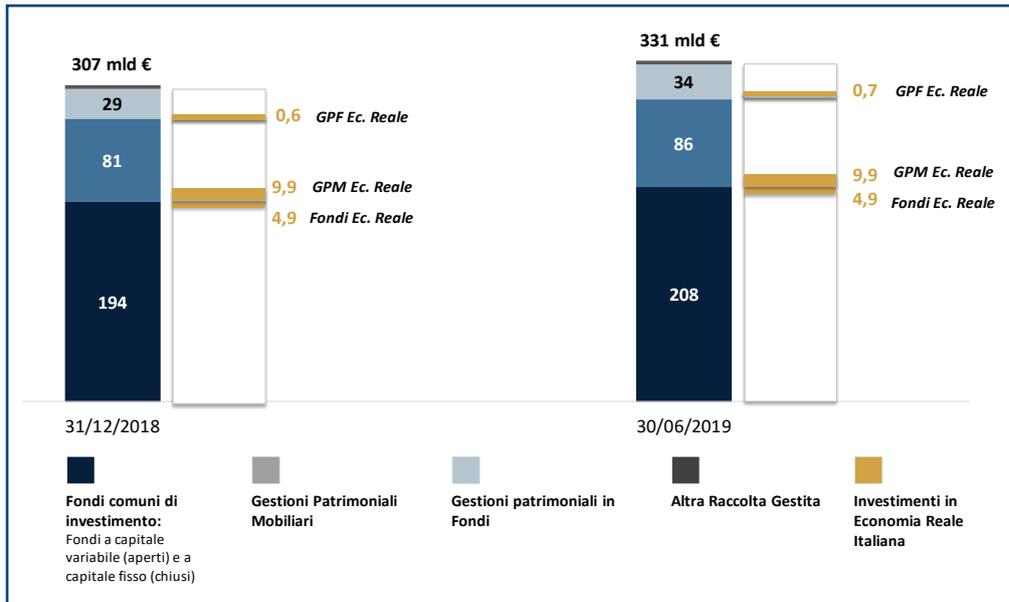


Figura 3.4

Raccolta gestita e investimento indiretto in Economia "reale" dei portafogli Private. Valori in € miliardi.

Investimenti indiretti

È interessante osservare che la composizione delle masse della raccolta gestita del Private Banking mostra un peso più rilevante dei fondi comuni di investimento (62,9%) rispetto a quello delle gestioni patrimoniali, divise a loro volta in gestioni mobiliari (26%) e in fondi (10%).

I dati raccolti nella *survey* presso i soci, evidenziati nella Figura 3.4, mostrano che le risorse veicolate dal Private Banking indirettamente all'Economia "reale" italiana tramite il risparmio gestito individuale e collettivo sono pari a € 15,4 miliardi al termine del 2018 e rimangono piuttosto stabili nei sei mesi successivi attestandosi a € 15,5 miliardi a giugno 2019.

Anche nell'ambito della raccolta gestita, la composizione dell'offerta di prodotti non sembra favorire l'accesso al capitale per le imprese del manifatturiero e dei servizi. Più della metà delle risorse Private investite indirettamente nell'Economia "reale" attraverso i fondi comuni è riconducibile a fondi italiani (si veda la Figura 3.5) che non superano mediamente il 12% di Italia nei portafogli, mentre nei veicoli esteri la quota si arresta mediamente al 4% (si veda il Box di approfondimento a pagina 32). Tuttavia, va considerato che i veicoli italiani rappresentano solo il 5,5% dei fondi che investono in società non finanziarie italiane mentre il dato sale al 17% se si considerano i portafogli dei clienti del Private Banking.

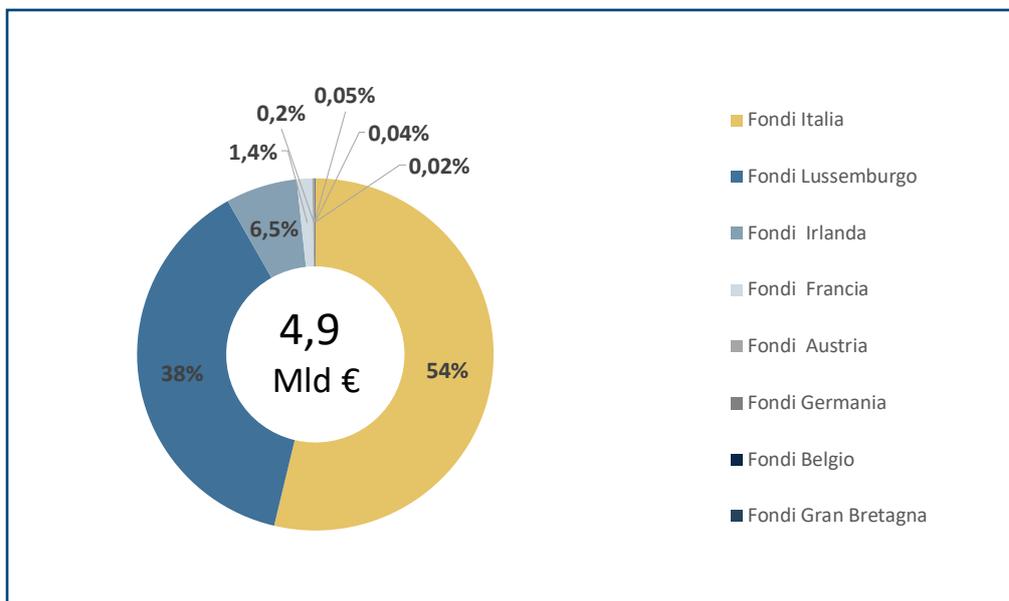
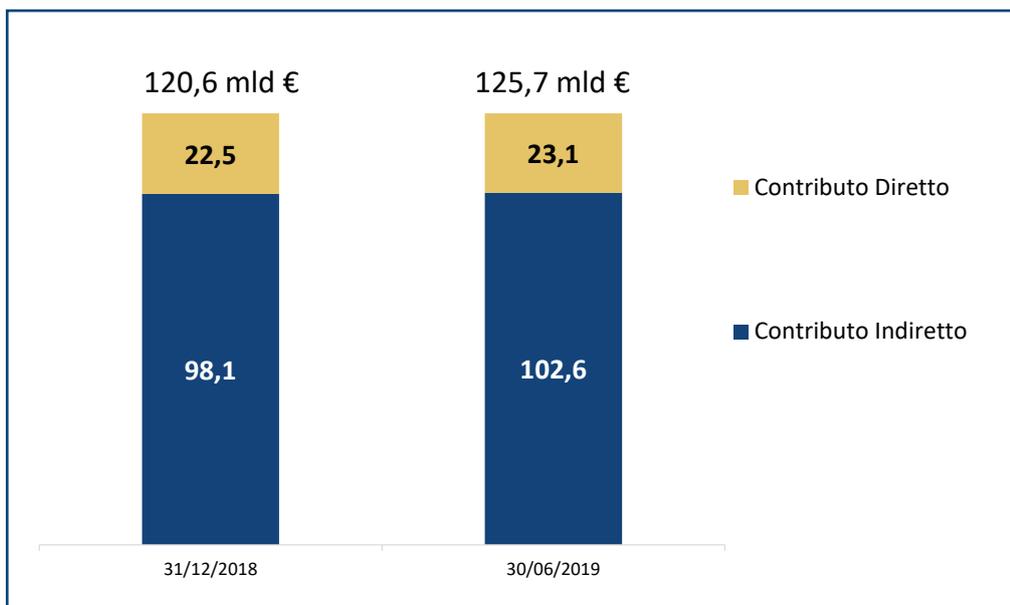


Figura 3.5

Risorse Private investite indirettamente in Economia "reale", divise per paese di emissione del fondo d'investimento. Valori in € miliardi. Fonte: AIPB

Figura 3.6

Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking: stock di investimenti integrati in Economia "reale".



Per una crescita delle risorse investite indirettamente nell'Economia "reale" italiana è quindi necessario creare i presupposti perché:

- possa aumentare il peso dell'Italia nei fondi UCITS esteri e venga ampliata la gamma d'offerta di fondi italiani specializzati in Economia "reale";
- venga ampliata una gamma di fondi FIA specializzati in economia reale italiana con caratteristiche adatte al *target* di clientela servita dal Private Banking.

Investimenti integrati

L'analisi condotta a livello 'micro' offre un quadro ben definito rispetto agli investimenti diretti del Private Banking nell'Economia "reale" e a quelli indiretti attraverso i fondi comuni. Come però abbiamo visto nel Capitolo 1, anche gli impieghi finalizzati nei titoli e depositi bancari, nelle società assicurative e negli intermediari finanziari contribuiscono a loro volta al supporto delle imprese non finanziarie. La metodologia sviluppata per l'intero mercato è stata quindi applicata al canale del Private Banking per individuare il contributo 'integrato' nel sistema.

I risultati dell'elaborazione del modello 'input-output' applicati alle famiglie Private e riportati nella Figura 3.6 mostrano che il contributo integrato offerto dal Private Banking alle fonti di finanziamento delle imprese non finanziarie domestiche è pari a € 120,6 miliardi alla fine del 2018, e si attesta a € 125,7 miliardi a giugno del 2019 (+ € 5,1 miliardi

Box di approfondimento

L'impatto sull'Economia "reale" italiana dell'offerta di fondi vendibili in Italia.

Da un'analisi condotta da AIPB sui dati Morningstar è emerso che dei fondi comuni di investimento domestici ed esteri distribuibili in Italia, la quota di quelli che investono in Economia "reale" italiana corrisponde al 32% del totale (in particolare si tratta di 13.278 fondi su un totale di circa 41.000 autorizzati per la distribuzione in Italia). La quota più ampia è di fondi lussemburghesi, seguiti da quelli irlandesi. L'offerta dei fondi italiani si posiziona al terzo posto, e rappresenta il 5,5% del totale dei fondi che investono in società non finanziarie italiane.

Dei 13.278 fondi che investono una quota degli *asset* in Economia "reale" italiana, ne sono stati rilevati circa 4.500 nei portafogli dei clienti del Private Banking per un valore totale di AUM (*Asset under management*) pari a circa € 65 miliardi³.

Considerato che l'offerta di fondi italiani non è molto ampia, nei portafogli Private risultano prevalere i fondi lussemburghesi, sia per numerosità che per ammontare di *asset* investiti. Seguono i fondi irlandesi e, di nuovo al terzo posto, i fondi italiani che, approfondendo l'analisi, mediamente presentano una *asset allocation* più esposta verso l'Italia (12%).

Tra le azioni selezionate nell'*asset allocation* di questi veicoli, l'esposizione verso i diversi settori dell'Economia "reale" italiana risulta piuttosto diversificata, con un peso lievemente preponderante del settore delle imprese tecnologiche, dell'energia e delle *utilities* piuttosto che della manifattura industriale e del settore dei beni di consumo.

³ I dati si riferiscono ad un campione ridotto di 23 banche che hanno fornito il dettaglio dei fondi. La significatività del dato è del 61% rispetto agli *asset* del mercato servito dal Private Banking

nel primo semestre 2019 rispetto ad un calo di € 12 miliardi per le famiglie italiane, come aveva evidenziato la Tabella 1.5).

Nel dettaglio riassuntivo riportato in Tabella 3.1 (dove il contributo del Private Banking viene confrontato con quello di tutte le Famiglie, per la parte che esclude gli investimenti nelle società non quotate e le riserve tecniche), emerge che gli impieghi diretti del Private Banking verso le passività delle imprese non finanziarie crescono di più di mezzo miliardo di euro passando da € 22,5 miliardi a € 23,1 miliardi nei primi 6 mesi del 2019 (restano invece stabili per le famiglie italiane). Anche lo *stock* di finanziamenti indiretti risulta in aumento per il Private Banking, nonostante il ridimensionamento del contributo delle banche e dei fondi comuni verso le imprese non finanziarie che è stato evidenziato nel primo capitolo. Emerge quindi che il Private Banking mostra una maggiore ‘resilienza’ verso l’Economia “reale” non solo attraverso l’allocazione diretta, ma anche attraverso la capacità di meglio selezionare gli impieghi in fondi e in intermediari che offrono una preferenza stabile verso le società industriali.

	Famiglie (escluse riserve tecniche e investimenti in società non quotate)			Private Banking		
	31/12/2018	30/6/2019	Variazione	31/12/2018	30/6/2019	Variazione
(valori in € miliardi)						
Investimento diretto	34,0	34,1	+0,1	22,5	23,1	+0,6
Investimento indiretto	387,2	374,8	-12,4	98,1	102,6	+4,5
Investimento integrato	421,2	408,9	-12,3	120,6	125,7	+5,1

Tabella 3.1

Risultati del modello ‘input-output’ applicato al Private Banking. *Stock* di finanziamento alle imprese non finanziarie.

Alcune considerazioni

Se rapportato allo *stock* totale di finanziamenti diretti e indiretti delle famiglie residenti all’Economia “reale” in Italia⁴, il contributo del Private Banking pesa circa il 28,6% al termine del 2018 e sale al 30,7% a giugno 2019 (si veda anche la successiva Tabella 3.4). Se si considerano solo gli investimenti in titoli, frutto di una scelta diretta da parte degli investitori, il peso risulta molto più rilevante dal momento che il Private rappresentava il 66,2% al 31/12/2018, arrivando al 67,9% al 30/06/2019. Meno rilevante risulta invece il contributo del Private Banking allo *stock* di finanziamenti indiretti (circa il 25%), il cui ammontare totale deriva però non tanto dalle scelte dirette delle famiglie, quanto piuttosto dall’*asset allocation* degli intermediari che investono la liquidità raccolta dalle famiglie *retail*.

In sintesi, rispetto al *trend* non favorevole che ha caratterizzato la prima metà del 2019 descritto nel primo Capitolo (- € 12 miliardi), il Private Banking si è contraddistinto invece per una certa stabilità delle risorse investite in imprese non finanziarie italiane (+ € 5,1 miliardi). In un contesto di mercato positivo e di diminuzione del rischio Italia, le famiglie *retail* sono state maggiormente influenzate dall’incertezza verso la crescita economica del Paese mentre il Private Banking ha risposto con una maggiore attenzione verso gli investimenti in imprese produttive domestiche.

	Famiglie			Private		
	31/12/2018	30/6/2019	Variazione	31/12/2018	30/6/2019	Variazione
(valori in € miliardi)						
Investimento integrato	462,6	475,7	+13,1	264,6	288,1	+23,5

Tabella 3.2

Risultati del modello ‘input-output’ applicato al Private Banking. *Stock* di finanziamento dei residenti verso l’estero.

I risultati del modello integrato mostrano andamenti interessanti rispetto al contesto economico: come riporta la Tabella 3.2, al termine dei primi sei mesi del 2019 le risorse aggiuntive del Private Banking investite in imprese non finanziarie italiane sono risultate positive ma inferiori rispetto a quelle confluite verso l’estero (+ € 23,5 miliardi). Questo significa che l’economia reale italiana è risultata meno attrattiva rispetto all’estero, subendo sia direttamente sia indirettamente la competizione con altre aree geografiche. L’attenzione verso la classe di investitori Private, che AIPB ha sottolineato in diverse occasioni pubbliche, risulta giustificata anche dal peso crescente delle risorse Private

che confluiscono verso l'estero, che supera il 60% degli investimenti esteri delle famiglie italiane. Le famiglie Private hanno infatti aumentato l'esposizione dei portafogli verso l'estero in misura più intensa rispetto alla media delle famiglie italiane (+ € 23,5 miliardi rispetto a + € 13,1 miliardi), confermando il *trend* osservato per gli altri soggetti istituzionali come banche, fondi e assicurazioni, considerati nel modello (il contributo di queste categorie verso gli impieghi esteri è cresciuto di € 80,5 miliardi tra dicembre 2018 e giugno 2019).

Tabella 3.3

Risultati del modello 'input-output' applicato al Private Banking. Stock di finanziamento alle pubbliche amministrazioni.

(valori in € miliardi)	Famiglie			Private		
	31/12/2018	30/6/2019	Variazione	31/12/2018	30/6/2019	Variazione
Investimento diretto	208,6	212,2	+3,6	60,6	62,4	+1,8
Investimento indiretto	864,1	886,1	+22,0	117,0	126,4	+9,4
Investimento integrato	1.072,7	1.098,3	+25,6	177,6	188,8	+11,2

Infine, dallo Studio emerge come sull'ammontare totale del risparmio delle famiglie che finanzia il debito delle Pubbliche Amministrazioni, il Private Banking rappresenti solo il 17%. I risultati del modello *input-output* per questo segmento sono descritti nella Tabella 3.3 e mostrano una crescita consistente di questo *stock* (+ € 11,2 miliardi rispetto a + € 25,6 miliardi delle famiglie). Tuttavia solo una parte residuale dell'aumento risulta attribuibile all'investimento diretto del Private Banking (meno di € 2 miliardi). Come rilevato per la media delle famiglie italiane, anche le scelte di investimento delle famiglie Private non sembrano incidere direttamente sul finanziamento del settore pubblico nazionale in misura preponderante; una parte significativa del flusso è alimentata per mezzo degli intermediari.

Tabella 3.4

Contributo del Private Banking al finanziamento dell'Economia "Reale", degli investimenti all'estero e della Pubblica Amministrazione rispetto al totale italiano.

ECONOMIA "REALE"	31/12/2018	30/6/2019	Variazione (%)
Investimento diretto	66,2%	67,9%	+1,7
Investimento indiretto	25,3%	27,4%	+1,9
Investimento integrato	28,6%	30,7%	+2,1
ESTERO	31/12/2018	30/6/2019	Variazione (%)
Investimento integrato	57,2%	60,6%	+3,4
AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE	31/12/2018	30/6/2019	Variazione (%)
Investimento diretto	29,0%	29,4%	+0,4
Investimento indiretto	13,5%	14,3%	+0,8
Investimento integrato	16,6%	17,2%	+0,6

4. Conclusioni

Questa ricerca ha ricostruito i flussi che direttamente e indirettamente fluiscono da chi produce risparmio in Italia (le famiglie) a chi ha bisogno di questo risparmio per creare sul territorio nazionale lavoro, innovazione, benessere (le imprese non finanziarie, ovvero l'Economia "reale"). Innanzitutto ci sentiamo di sottolineare che il mondo degli intermediari finanziari (banche, fondi, assicurazioni, SIM e SGR) è anch'esso composto da persone reali, cui dà lavoro, e contribuisce a creare innovazione (si pensi all'onda del Fintech). È comunque giusto riconoscere alla manifattura e agli altri comparti industriali o ancillari (edilizia, servizi, commercio, agricoltura, trasporti, infrastrutture, turismo) un ruolo prioritario e strategico nell'agenda, soprattutto in un paese come l'Italia popolato da molte piccole aziende.

Abbiamo mostrato che nel periodo dal 31/12/2017 al 30/6/2019 lo *stock* di ricchezza investito dalle Famiglie dell'Economia "reale" è diminuito, mentre da una parte sono cresciuti gli impieghi verso l'estero e dall'altra il debito pubblico ha drenato una parte del risparmio. Gli intermediari hanno giocato un ruolo determinante in questo 'trasferimento' di risorse. Ovviamente abbiamo messo in luce fenomeni già noti al mercato, ma è stato possibile stimare dei flussi abbastanza precisi.

Quali possono essere le leve da utilizzare per invertire questa tendenza?

In prima istanza è lecito attendersi che se il debito delle amministrazioni pubbliche continuerà ad aumentare, non potrà che fagocitare altre risorse, e gli intermediari non potranno che essere incentivati ad assecondare questa domanda di capitale dallo Stato, avendo in portafoglio una mole significativa di titoli del debito pubblico. Uno sforzo di Governo e Parlamento per ridurre il fabbisogno dello Stato, oltre che impattare sulla rischiosità percepita e sullo *spread*, porterà vantaggi sull'offerta di capitale a vantaggio delle imprese. Per quanto riguarda il mondo dei titoli quotati, non esistono particolari ostacoli 'tecnici' e quindi l'appetibilità dell'Economia "reale" nazionale dipenderà esclusivamente dalle aspettative di ritorno e dalla rischiosità percepita. Oltre agli incentivi fiscali, servono riforme che possano migliorare la competitività e l'attrattività del sistema Italia. Ci riferiamo in particolare al rilancio delle infrastrutture, alla semplificazione della burocrazia, agli investimenti in ricerca e formazione, alla certezza dei procedimenti giudiziari.

Discorso diverso merita il mondo degli *asset* illiquidi, che riguarda il 'non quotato'. Il fallimento della riforma dei PIR del 2019 insegna che per questo tipo di impieghi occorrono strumenti diversi dai fondi aperti. Gli ELTIF, citati nel Capitolo 2, potrebbero essere uno strumento efficace da sviluppare ulteriormente. Crediamo che il nodo fondamentale sia trovare il sistema di coniugare l'investimento in titoli non quotati con le esigenze di una certa fetta di mercato degli investitori individuali che chiede di impiegare somme abbastanza contenute in quanto compatibili con una corretta diversificazione dei portafogli. Le soluzioni in corso di sperimentazione sono diverse: Fondi di Investimento chiusi non riservati a investitori professionali con *ticket* di ingresso alla portata anche di risparmiatori non milionari, veicoli di investimento quotati sul rinnovato segmento MIV di Borsa Italiana. Sono numerose le iniziative, partite o annunciate negli ultimi mesi, di nuove SGR e nuovi fondi dedicati specificatamente agli *asset illiquidi* o al mondo della manifattura (anche in ottica Industry 4.0 e digitalizzazione). Sono tutti segnali positivi che potrebbero avere effetti anche importanti nel sistema.

La Cassa Depositi e Prestiti svolgerà un ruolo fondamentale in diversi comparti dell'Economia "reale", dalla sottoscrizione di titoli di debito e di *basket bond* cartolarizzati

al *venture capital*, dal sostegno all'*export* fino alla creazione del 'referente unico' per le grandi aziende. Il piano industriale prevede un incremento sensibile di risorse immesse nel sistema delle imprese. Particolare interesse suscita il progetto presidiato dalla nuova unità Sviluppo Infrastrutture, che fornirà assistenza tecnica alla progettazione e alle gare della Pubblica Amministrazione per le infrastrutture, con due strumenti finanziari specifici, uno per le piccole e medie opere *greenfield* e uno per la mitigazione del rischio di progetto. I primi interventi, per € 120 milioni, hanno riguardato l'edilizia scolastica. Proprio il tema delle infrastrutture rappresenta una priorità strategica, capace di rilanciare un settore in forte difficoltà, dove l'Italia può vantare eccellenze ingegneristiche. Anche i fondi pensioni e le casse di previdenza si stanno attrezzando per incrementare gli impieghi 'alternativi'. La prima iniziativa, il progetto Iride, ha visto cinque fondi negoziali di categoria apportare € 216 milioni negli attivi dell'Economia "reale".

Siamo convinti che l'industria del Private Banking sia un importante bacino di risorse per sostenere un ambizioso piano di rilancio dell'industria (sia nel manifatturiero sia nei servizi avanzati) e di ammodernamento delle infrastrutture. Servono interventi cooperativi in sinergia di tutti gli attori, dalle autorità di mercato alle rappresentanze democratiche, dagli imprenditori ai gestori di fondi, fino ai lavoratori futuri pensionati. I *private banker* possono giocare un ruolo fondamentale nel sensibilizzare i risparmiatori *high net worth* sulle opportunità offerte dall'Economia "reale"; soprattutto occorre puntare sulle nuove generazioni, più disponibili a considerare impieghi a scadenze 'lunghe'. Nel loro dialogo con le emittenti, i *private banker* potranno spiegare agli imprenditori l'importanza di guardare agli obiettivi di patrimonializzazione delle aziende, alle buone pratiche di *governance* e alle opportunità offerte dalla Borsa e dagli investitori istituzionali. Ci sono sicuramente spazi per una maggiore presenza dell'Economia "reale" nei portafogli del Private Banking, considerando la maggiore resilienza e quindi propensione al rischio dei clienti. Affinchè questo accada occorre riconoscere le peculiarità della classe di investitori individuali servite dal Private Banking e facilitare il loro accesso a prodotti e strategie specializzate in economia reale italiana. Naturalmente, per vedere crescere ulteriormente la quota di investimenti diretti in imprese produttive è necessario dare continuità e stabilità alle politiche economiche e fiscali volte ad agevolare le quotazioni per aumentare il peso dell'azionario italiano sul valore globale. Inoltre, è importante puntare sulla ricerca e sull'analisi societaria; c'è bisogno di analisti preparati sia sulle industrie tradizionali sia su quelle emergenti, pronti ad un dialogo non necessariamente accomodante con le imprese e a far emergere le criticità laddove necessario.

Come sottolineato nel libro bianco di Assolombarda (2018), l'impresa che si apre al mercato degli investitori professionali, nel capitale di rischio e/o nel capitale di debito, adottando buone pratiche di *governance* e di pubblicità delle informazioni rilevanti, rappresenta un modello da valorizzare. Sperimentare il rapporto con investitori non bancari (oggi rappresentati da un ecosistema certamente più complesso di quello di 10 anni fa che essenzialmente si limitava al *private equity*) consente alle imprese, soprattutto PMI, di acquisire competenze preziose e di giocare l'opzione di accedere al mercato borsistico. Potrebbe essere l'occasione per sperimentare un regime di intestazione e circolazione innovativo dei titoli emessi sul mercato, che utilizzi tecnologie digitali (*distributed ledger technologies* o *blockchain*) e magari *smart contract* al fine di ridurre i costi di transazione, facilitare la liquidità ed essere propedeutico alla futura quotazione su un listino. Il Decreto 'Crescita' del 2019 ha introdotto la disciplina della *regulatory sandbox* di cui si attendono ancora i regolamenti attuativi da parte del MEF. Con tale intervento legislativo si introduce nell'ordinamento nazionale uno strumento finalizzato a consentire sperimentazioni di applicazioni Fintech che, mediante nuove tecnologie possano consentire l'innovazione di servizi e prodotti nei mercati finanziari. Alla luce di questa opportunità, è noto che Consob e Monte Titoli stanno valutando il potenziale di applicazione ai titoli delle imprese.

Ma, ancora una volta, sarà tutto vano se non si creerà un clima favorevole per gli investimenti produttivi, laddove le istituzioni diventeranno veri facilitatori dell'iniziativa imprenditoriale.

Bibliografia

- AIPB, 2018, *Rapporto sul mercato del Private Banking*.
- AIPB - CENSIS, 2019, *Gli Italiani e la ricchezza. Affidarsi al futuro, ripartire dalle infrastrutture*, Secondo Rapporto AIPB-CENSIS.
- AIPB - Monitor Deloitte, 2019, *Il Private Banking italiano nel quadro competitivo internazionale*, XV Forum del Private Banking 2019.
- ANIA, 2019, *L'assicurazione italiana*.
- Assolombarda, 2018, *Credito e finanza per la crescita delle imprese*.
- Baldone, S., Brioschi, F., Paleari, S., 1997, *Ownership measures among firms connected by cross-shareholdings and a further analogy with Input-Output theory*, Proceedings of the 4th Japanese Association of Financial Econometrics and Engineering Conference, Tokyo.
- Banca d'Italia, 2019, *Conti finanziari*.
- Brioschi F., Buzzacchi, L., Colombo, M.G., 1990, *Gruppi di imprese e mercato finanziario*, La Nuova Italia Scientifica.
- Cardillo, A., Coletta, M., 2017, *Gli investimenti delle famiglie attraverso i prodotti italiani del risparmio gestito*, Occasional Paper Banca d'Italia numero 409.
- Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali, 2019, *Investire in Italia: attivare le potenzialità del Paese. Investitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche e strumenti per investire in economia reale*. Quaderno di approfondimento.
- Consob, 2019, *Rapporto 2019 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*.
- Eurostat, 2010, *European system of accounts*.
- Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., 2001, *Nuove quotazioni e IPOS: l'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in borsa*, Bancaria Editrice.
- Leontief, W., 1986, *Input-Output Economics*, New York, Oxford University Press.
- Osservatorio Crowdfunding, 2019, *Quarto report italiano sul crowdfunding*, Politecnico di Milano, www.osservatoriocrowdfunding.it.
- Osservatorio Minibond, 2019, *Quinto report italiano sui minibond*, Politecnico di Milano, www.osservatoriomibond.it.

Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.

Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Davide Carletti, Matteo Donzelli (Politecnico di Milano), Simona Maggi, Cristiana Cardi, Federico Ghiara (AIPB), Alberto Villa, Andrea Randone, Micaela Ferruta (Intermonte SIM).

Si ringrazia Morningstar per la collaborazione attiva.



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di 200 tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*. Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un orientamento specifico in Finance. Orgogliosamente, gli allievi hanno gareggiato in competizioni universitarie nazionali e internazionali in ambito finanziario come il CFA Institute Research Challenge e la Global Investment Banking Valuation Olympiad collezionando negli ultimi anni un gran numero di successi.

Molti sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, assicurazioni, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: www.som.polimi.it
Quaderni di ricerca precedenti:

- n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)
- n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)
- n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)

