



**È LO SHADOW  
BANKING  
LA SALVEZZA  
DELLE  
IMPRESE  
ITALIANE**

**COVERSTORY**

**I prestiti bancari costituiscono ancora il 70% delle passività esterne delle imprese, ma la finanza alternativa si sta facendo strada grazie ai PIR che sostengono l'economia reale investendo in azioni e bond emessi dalle PMI. In sviluppo anche le piattaforme di crowdfunding**

**A**tlante è il titano che sorregge la volta celeste. A lui è ispirato, tra l'altro, il più noto dei romanzi di Ayn Rand (Atlas Shrugged), la storia della rivolta "liberista" di finanziari e industriali contro l'eccessivo controllo dello Stato su cittadini e imprese. Proprio come il protagonista del mito, **Atlante** è il nome scelto dal fondo alternativo (FIA) rivolto agli Istituzionali con l'obiettivo di cogliere le opportunità offerte all'interno del processo di ristrutturazione e di rafforzamento patrimoniale del sistema bancario italiano gravato da una montagna di 200 miliardi di euro in crediti in sofferenza. Un nome azzecato: se il peso del mondo sulle spalle del titano è la punizione inflitta da Zeus per aver preso alla lotta dei giganti contro gli dei, il castigo per i 67 sottoscrittori di Atlante (il fondo gestito da Quae-stio SGR) tra banche, Cdp, assicurazioni e Fondazioni è quello di aver visto andare in fumo 3,5 miliardi dei 4,2 miliardi raccolti per rinviare (forse) il bail-in della **Popolare di Vicenza e Veneto Banca** che ora hanno bisogno di altri 3,5 miliardi per rimettersi in pista. Atlante, infatti, è entrato nel capitale della Popolare di Vicenza e di Veneto Banca, ma ha fatto marcia indietro su Mps, dopo che è saltato il piano per lo smaltimento delle sofferenze disegnato da JP Morgan e Mediobanca in

qualità di consulenti. La mission, dopo un anno, tuttavia non sembra essere stata quella di fare gli interessi degli investitori. L'impresa titanica si è rivelata per quello che in molti sospettavano fin dall'inizio: un'operazione di sistema per salvare le banche evitando gli aiuti di Stato (bail-out) vietati dalle nuove regole di Bruxelles, a spese però delle banche più sane. In tutto il sistema finanziario privato per salvare le banche italiane ha speso oltre 8,2 miliardi di euro tra Atlante, il fondo interbancario e il fondo di risoluzione, mentre l'affare Mps sembra essere passato allo Stato, visto che necessita di una ricapitalizzazione di 8,8 miliardi di euro. Una cifra comunque inferiore alla maxi capitalizzazione da 13 miliardi di euro che ha chiuso **Uni-Credit** a inizio anno e che ha rivoluzionato l'assetto societario: sparite le Fondazioni, la banca più internazionalizzata d'Italia è in mano a fondi sovrani e grandi gestori internazionali, che detengono assieme oltre la metà del capitale. Ma le vicende di Atlante e la presenza sempre più predominante nella compagine societaria delle banche italiane dei grandi asset manager al posto delle Fondazioni, è il segnale del cambiamento dei tempi e del tramonto del capitalismo "relazionale" su cui si è retta l'Italia. Fondi comuni, società di private equity, hedge fund, società finanziarie specializzate, assicurazioni, succursali e società controllate da istituzioni finanziarie, piattaforme online di credito P2P, e crowdfunding sono il nuovo volto

**di Massimo Morici**

a pagina 16:  
"Atlante che sostiene il globo celeste"  
Autore: Giovanni Francesco Barbieri detto il Guercino  
Data: 1645/46  
Tecnica: olio su tela  
Dimensioni: 127x101 cm  
Ubicazione: Museo Mozzi Bardini, Firenze

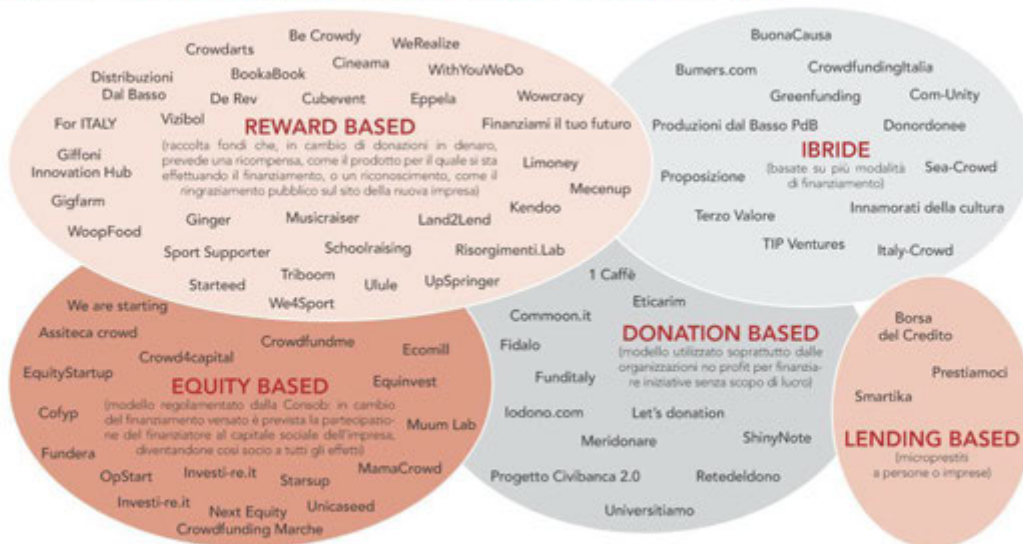
## COVERSTORY

di quel "sistema bancario ombra" che potrebbe sul serio salvare il "made in Italy". Se otto anni fa, terminata la grande crisi dei subprime, il cosiddetto **shadow banking** aveva un'accezione negativa, perché alla base del collasso di Lehman Brothers e Bear Sterns, che investivano in titoli strutturati ad alto rendimento grazie a operazioni di ponti contro termine a rinnovo giornaliero, oggi la finanza alternativa ha una connotazione decisamente positiva: per l'Italia è diventata addirittura il salvagente e l'unica alternativa al cortocircuito del sistema bancocentrico su cui si è costruita l'intera econo-

### Il sistema bancario ombra ora ha raggiunto una dimensione di 37 trilioni di euro in Europa

mia italiana. Del resto il cordone ombelicale che lega le imprese alle banche non è stato ancora tagliato: se in media nell'area euro i prestiti bancari costituiscono il 68% delle passività esterne delle imprese (Eurostat, 2015), in Italia la percentuale sale al 73,16 punti sopra a Francia e Germania. Una dipendenza ancora più sentita nelle imprese di dimensione più ridotta, ricordava in un recente intervento Silvano Carletti, economista di BNL, BNP Paribas, dove il finanziamento bancario arriva a coprire il 90% del fabbisogno complessivo delle PMI, stando agli approfondimenti di **Mediobanca**.

#### CROWDFUNDING: L'UNIVERSO DELLE PIATTAFORME DISPONIBILI IN ITALIA



Fonte: rielaborazione ADVISOR su dati EconomyUp

**COVERSTORY**

# RICERCA E SVILUPPO CON IL

Il credito d'imposta per gli investimenti in attività di ricerca e sviluppo, introdotto dal **D. L. 145/2013**, è stato completamente riscritto dalla Legge di Stabilità 2015. La circolare n. 5 del 16.3.2016, l'Agenzia delle Entrate fornisce importanti chiarimenti relativi alle modalità applicative di tale misura agevolativa.

Nell'ambito della Legge di Bilancio 2017, è stata perseguita l'innovazione dell'industria italiana e lo sviluppo tecnologico delle attività produttive (progetto industria 4.0) aumentando l'importo e le spese ammesse alle agevolazioni del credito d'imposta R&S che potrà essere richiesto fino al 31 dicembre 2020.

**Credito d'imposta 2017:** sono ammesse agevolazioni sia per personale che per investimenti e acquisti di beni strumentali; sono aumentati i benefici concessi: il nuovo credito d'imposta è di 20 milioni di euro massimi annuali e la percentuale sale al 50% per tutti i tipi di investimento che le imprese adotteranno per i programmi volti all'implemento di ricerca e sviluppo (spesa minima di euro 30.000).

Per l'applicazione resta valido il **criterio incrementale:** il credito d'imposta per ricerca e sviluppo è riconosciuto sull'importo delle spese del periodo d'imposta eccedenti gli investimenti realizzati nei 3 periodi d'imposta

precedenti. Possono beneficiare del credito d'imposta le imprese, gli enti non commerciali (in ambito dell'attività commerciale), le imprese agricole (con reddito agrario ai sensi dell'art. 32 del TUIR), i consorzi, le reti di imprese, fiscalmente residenti nel territorio dello Stato, oltre alle stabili organizzazioni nel territorio dello Stato di imprese non residenti, senza eccezioni in merito a forma giuridica, settore economico, regime contabile adottato e dimensioni, data di costituzione.

Il credito di imposta per ricerca e sviluppo si innesta e può essere considerato cumulabile ad altre norme agevolative, comunemente conosciute come super

Soffocato dal credit crunch, il sistema produttivo italiano, insomma, deve trovare un'alternativa alla banca e poter contare in futuro su fonti alternative di finanziamento, che basano la raccolta di fondi su forme diverse da quella delle operazioni di deposito e, quindi, non sottoposte alle restrizioni e ai limiti imposti dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria.

Del resto, lo shadow banking non è solo un'ondata da cavalcare in Italia: si sta sviluppando un po' dappertutto in Europa, dove dal 2012 alla fine del 2015 è cresciuto del 22%, raggiungendo una dimensione di 37 trilioni di euro pari al 36% degli asset totali finanziari nell'Eurozona (dati della prima edizione dell'EU Shadow Banking Monitor dell'European Systemic Risk Board; giugno 2016), mentre nello stesso periodo il peso degli istituti di credito tradizionali è sceso sotto il 50%. Le chance sono aumentate negli ultimi cinque anni: le imprese che optano per la finanza alternativa, possono contare in Italia su altre due strade, accanto al tradizionale private equity: la Borsa, dove è attivo dal 2012 un canale dedicato alle PMI, l'**Aim Italia** (79 società quotate e 2,8 miliardi di euro di capitalizzazione totale); e i **minibond**, il terzo strumento creato dal legislatore

(Decreto Sviluppo del 2012) per finanziarsi senza passare dallo sportello. Sono obbligazioni o titoli di debito emessi da PMI, con un fatturato minimo di 2 milioni di euro, destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di re-financing: da novembre 2012 al 31 dicembre 2016, stando all'**Osservatorio sui minibond** del

Politecnico di Milano, si sono contate 292 emissioni (245 sotto i 50 milioni di euro) effettuate da 222 imprese, di cui 104 PMI, per un totale di 8,4 miliardi di euro.

Ad AIM e minibond si sono aggiunti i FIA, i fondi alternativi di investimento che, grazie al decreto legge 18/2016 possono concedere prestiti diretti alle imprese (tramite il direct lending), mentre l'ultima legge di bilancio 2017 ha introdotto i

**PIR**, i piani individuali di risparmio, uno strumento in grado di coinvolgere le risorse del risparmio verso l'economia reale che presenta vantaggi fiscali per i sottoscrittori. I PIR sono l'uovo di Colombo che attendeva l'industria del gestito e sembrano essere gli strumenti ad hoc per dare una svolta alla finanza alternativa. Da inizio anno, dati Assogestioni, sono riusciti a raccogliere oltre 3 miliardi di euro infondendo ottimismo tra gli operatori: il Governo, che prima

**Aim Italia vale quasi 3 miliardi di euro, mentre con i minibond le PMI hanno raccolto 8 miliardi**

**COVERSTORY**

# CREDITO DI IMPOSTA

ammortamento, iper ammortamento, start-up innovative, ecc.

**Sono ammissibili al credito d'imposta le spese sostenute** per, ad esempio, lavori sperimentali o teorici, finalizzati all'acquisizione di nuove conoscenze su fondamenti di fenomeni e di fatti osservabili; ricerca pianificata o indagini miranti ad acquisire nuove conoscenze, utili per nuovi prodotti, processi e servizi o finalizzati al miglioramento di prodotti, processi e servizi esistenti; attività destinate alla definizione concettuale, pianificazione e documentazione di nuovi prodotti, processi e servizi; realizzazione di prototipi utilizzabili per scopi commerciali e di progetti pilota

destinati a esperimenti tecnologici o commerciali, ecc.

**Ulteriore credito di imposta** Per le imprese non soggette a revisione legale dei conti e prive di un collegio sindacale è previsto un credito d'imposta in misura pari alle spese sostenute e documentate con riferimento all'attività di certificazione contabile del credito di imposta, con limite massimo di 5.000,00 euro per periodo d'imposta.

**Utilizzo del credito di imposta** Il credito d'imposta per attività di ricerca e sviluppo è automatico, non essendo sottoposto ad alcuna istanza preventiva. Il credito

d'imposta è utilizzabile: esclusivamente in compensazione nel modello F24.

**Attività escluse** Non si considerano attività di ricerca e sviluppo le modifiche ordinarie o periodiche apportate a prodotti, linee di produzione, processi di fabbricazione, servizi esistenti e altre operazioni in corso, anche quando tali modifiche rappresentino dei miglioramenti. Il beneficio non spetta qualora i soggetti beneficiari siano sottoposti a procedure concorsuali non finalizzate alla continuazione dell'esercizio dell'attività economica.

**Luigi Moranduzzo,**  
partner di Atax Associazione Professionale

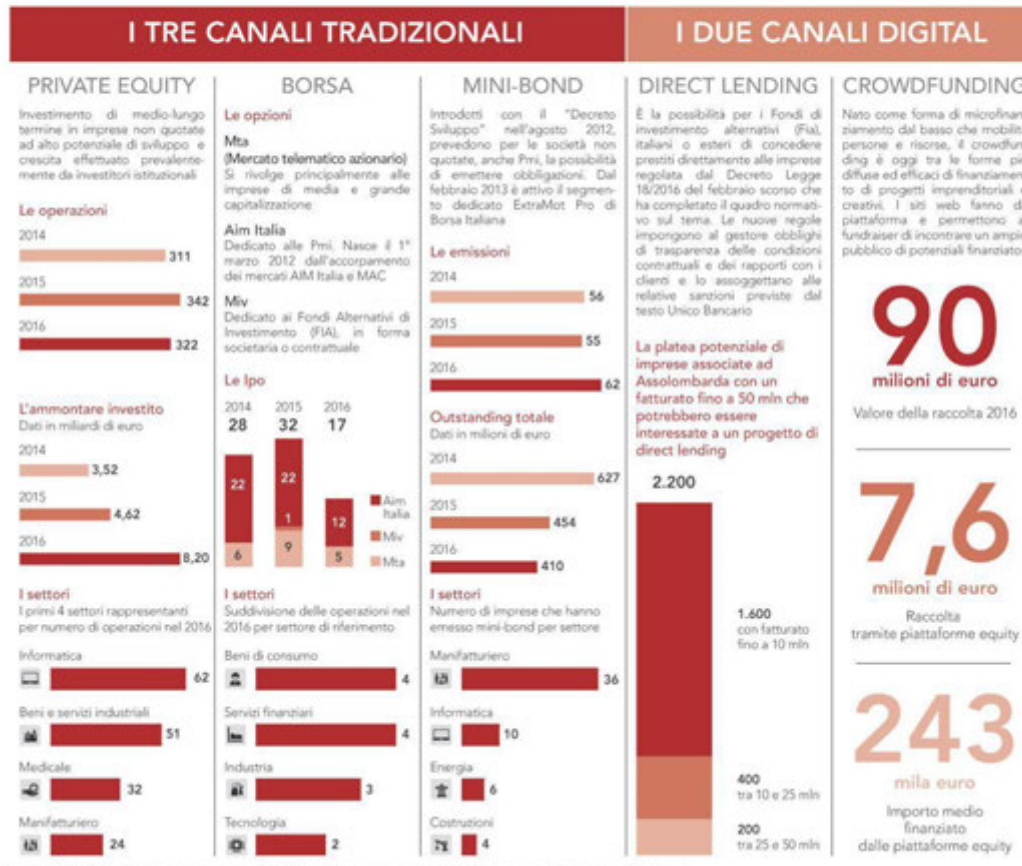
## ELENCO DEI FONDI PIR AUTORIZZATI

Nome del fondo	Asset manager	Categoria	Peso Mid-Small Cap	Pre-esistente
Patrimonio Esente Italia	AcomeA	Flessibile	21%	No
Pro Italia	AcomeA	Azionario	21%	Si
Azioni Italia All Star	Aletti Gestielle	Flessibile	21%	No
Valore Italia	Allianz GI	Azionario	21%	Si
Dividendo Italia	Amundi	Bilanciato	21%	No
Crescita Italia	Amundi	Azionario	25%	Si
Iniziativa Italia	Anima	Bilanciato	21%	No
Small Cap Italia	Anima	Azionario	95%	Si
Economia Reale Bilanciato Italia	Anthilia	Azionario	100%	No
Economia Reale Equity Italia	Arca	Bilanciato	30%	No
Bilanciato Sistema Italia	Arca	Azionario	95%	Si
Flessibile Futuro Italia	Banca Finnat (New Millennium Sicav)	Bilanciato	21%	No
Flessibile Sviluppo Italia	Banca Mediolanum	Flessibile	21%	Si
Investi per Italia 25	Banca Mediolanum	Flessibile	21%	Si
Fondersel PMI	BCC Risparmio	Flessibile	21%	No
Progetto Italia 20	Ersef	Azionario	50%	Si
PIR Italia 30	Eurizon	Bilanciato	21%	No
Progetto Italia 40	Eurizon	Bilanciato	21%	No
Progetto Italia 70	Eurizon	Bilanciato	21%	No
Italy Fund	Fidelity	Azionario	21%	Si
Piano Bilanciato Italia 30	Fideuram	Bilanciato	25%	No
Piano Bilanciato Italia 50	Fideuram	Bilanciato	25%	No
Piano Azioni Italia	Fideuram	Azionario	45%	No
Mid Cap ETF	Lyxor	Azionario	100%	Si
Italia Equity PIR ETF	Lyxor	Azionario	25%	No
Mid & Small Cap Italy	Mediobanca	Azionario	90%	No
Generation Dynamic PIR	PensplanInvest	Bilanciato	21%	No
Risparmio Italia	Pioneer	Bilanciato	20%	No
Sviluppo Italia	Pioneer	Azionario	70%	No
Investimenti Azionari Italia	Sella Gestioni	Azionario	21%	Si
Investimenti Bilanciati Italia	Sella Gestioni	Bilanciato	21%	No
Azionario Small Cap Italia	Symphonia	Azionario	85%	Si
Patrimonio Italia Risparmio	Symphonia	Flessibile	21%	Si
Mito 25	UBI Pramerica	Bilanciato	25%	No
Mito 50	UBI Pramerica	Bilanciato	25%	No
Pianeta Italia	Zenit	Azionario	21%	Si
Fondo Obbligazionario	Zenit	Bilanciato	21%	Si

Fonte: ufficio studi Intermonte SIM

# COVERSTORY

## LE CINQUE OPPORTUNITÀ ALTERNATIVE AL FINANZIAMENTO ALLO SPORTELLO



Fonte: Aifi, Borsa Italiana, Minibonditaly.it, Assolombarda su dati Aida, Barometro Minibond e Statisteed

aveva stimato una raccolta di 18 miliardi in 5 anni, di cui 1,8 miliardi quest'anno, ha rivisto le stime alzando l'asticella per il 2017 a 10 miliardi di euro, dopo aver visto nascere nel giro di quattro mesi 38 nuovi fondi PIR compliant. Ma dove sono finiti questi soldi? Stando a una recente analisi di **Intermonte Advisory** (vedi la tabella a pagina 21), che ha considerato l'intero universo investibile delle mid-small cap tricolori comprese le società quotate sull'Aim Italia, il mercato sta favorendo le azioni (i PIR possono investire anche in obbligazioni corporate e minibond) di imprese di maggiori dimensioni e più liquide (quelle del primo quartile, che PMI in verità non sono), anche se i ritorni più alti le scovano gli stock picker di qualità nei tre quartili meno liquidi, che sono anche meno coperti da analisti e broker. "È tipico di un

mercato early stage dove prima arrivano i flussi e poi le decisioni di investimento" commentano gli analisti di Intermonte. A questo mercato, infine, si aggiungono le possibilità offerte dalle FinTech: anche in Italia sta fiorendo il **crowdfunding**, il microfinanziamento dal basso che può assumere varie forme, dalla reward based (raccolta fondi in cambio di una ricompensa), donation based (donazioni, molto utilizzato nel no profit), lending based (microprestiti), equity based (regolamentato dalla Consob, prevede la partecipazione al capitale sociale dell'impresa) e soluzioni ibride che si basano su più modalità di finanziamento. Ma si tratta ancora di un mercato marginale, rispetto a Stati Uniti d'America, UK e Francia: vale appena 90 milioni di euro (dati Statisteed) e conta circa 80 operatori.