

## 13. I MERCATI FINANZIARI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2006 i corsi azionari delle società italiane sono saliti in misura considerevole, in linea con quelli degli altri paesi dell'area dell'euro, riflettendo un andamento degli utili correnti delle società quotate superiore alle attese, in un contesto caratterizzato dal rialzo dei tassi di interesse reali.

I rendimenti nominali a lungo termine dei titoli di Stato sono aumentati, come negli altri principali paesi dell'area. Nell'arco del 2006 il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco è rimasto pressoché invariato.

Il rialzo dei tassi di interesse ha determinato un incremento del costo del finanziamento obbligazionario per le imprese; il differenziale di rendimento tra le obbligazioni denominate in euro delle società non finanziarie e i titoli di Stato è rimasto tuttavia invariato e molto contenuto. Sono aumentate in misura cospicua le emissioni nette di obbligazioni da parte delle banche, mentre sono rimaste contenute quelle delle società non finanziarie di grandi dimensioni; la presenza sul mercato delle imprese di media dimensione o a basso merito di credito è rimasta trascurabile.

Gli investitori istituzionali italiani hanno registrato un deflusso netto di risparmio per 5 miliardi (contro una raccolta netta di 68 miliardi nel 2005; tav. 13.1). Il risultato riflette principalmente un'accresciuta preferenza delle famiglie italiane per l'investimento diretto in titoli di Stato italiani. Lo sviluppo degli investitori istituzionali italiani resta limitato nel confronto internazionale, soprattutto a causa dello scarso sviluppo dei fondi pensione.

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2005	2006 (1)	2005	2006 (1)	Quote percentuali	
					2005	2006 (1)
Fondi comuni (2)	-3.788	-39.181	416.628	391.021	30,2	27,6
Assicurazioni (3)	44.130	21.578	417.957	439.535	30,3	31,1
Fondi pensione (4)	4.173	2.408	34.655	37.062	2,5	2,6
Gestioni patrimoniali	35.410	26.719	512.713	547.580	37,1	38,7
<b>Totale</b>	<b>79.925</b>	<b>11.524</b>	<b>1.381.953</b>	<b>1.415.198</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>68.244</b>	<b>-4.573</b>	<b>1.110.003</b>	<b>1.122.010</b>	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>4,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>78,0</i>	<i>76,0</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.  
 (1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

## I titoli del settore pubblico

*L'offerta e la domanda di titoli.* – Nel 2006 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono rimaste invariate rispetto all'anno precedente, a 38 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. a13.1). La consistenza alla fine dell'anno in rapporto al PIL è scesa dall'87,8 all'87,4 per cento.

La vita media residua dei titoli di Stato è rimasta stabile a 6 anni e 7 mesi, mentre la durata finanziaria media è diminuita di 2 mesi, a 4 anni e 8 mesi; la riduzione è riconducibile al generalizzato aumento dei rendimenti su tutte le scadenze e non a mutamenti nelle politiche di emissione. A fronte di rimborsi netti di CTZ e di CCT si sono avute emissioni nette di BOT e di BTP. In quest'ultimo comparto sono aumentate le emissioni nette dei titoli trentennali (da 6,1 a 8,3 miliardi), mentre sono diminuite quelle dei titoli indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro (da 18,8 a 12,0 miliardi). L'incidenza di questi ultimi sulla consistenza totale di titoli pubblici è tuttavia salita, dal 3,7 al 4,5 per cento.

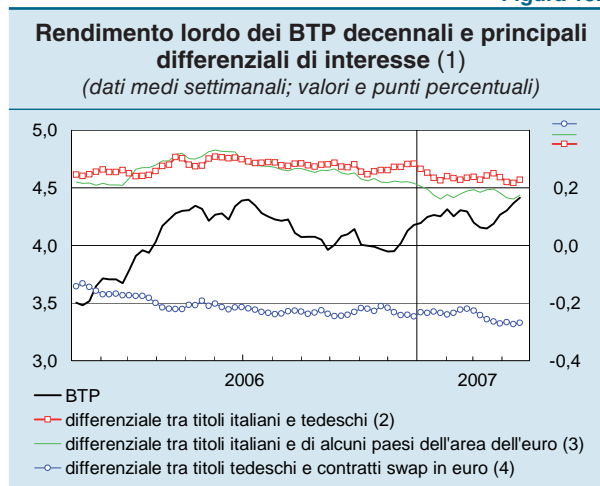
Le emissioni nette delle Amministrazioni locali italiane sono rimaste sostanzialmente invariate a 6,8 miliardi; alla fine del 2006 la consistenza di questi titoli ammontava a 35,7 miliardi, pari al 2,8 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

*Nel 2006 è fortemente aumentata la quota delle emissioni facenti capo alle Regioni (dal 17 al 76 per cento), mentre si è ridotta quella delle Province (dal 18 al 7 per cento) e quella dei Comuni (dal 65 al 17 per cento). La quota di titoli a tasso variabile sul totale delle nuove emissioni delle Amministrazioni locali è cresciuta rispetto all'anno precedente (dal 30 al 48 per cento). La durata media all'emissione è lievemente salita (da 21,3 a 21,9 anni).*

Le famiglie e le imprese sono tornate a effettuare cospicui acquisti netti di titoli pubblici a breve termine e indicizzati, a fronte di cessioni nette di titoli da parte dei fondi comuni di diritto italiano e di un forte calo degli acquisti netti da parte degli investitori esteri. Le banche hanno acquistato importi netti considerevolmente inferiori a quelli dell'anno precedente, concentrati soprattutto sui titoli a tasso fisso con scadenza superiore all'anno.

*I tassi di interesse.* – Nei primi sei mesi del 2006 i tassi di interesse sui titoli di Stato a medio e a lungo termine sono gradualmente aumentati, in linea con la tendenza rilevata nell'area dell'euro (fig. 13.1); a luglio il rialzo si è arrestato. Nell'anno il rendimento dei titoli decennali è aumentato dal 3,5 al 4,2 per cento. Nel primo quadrimestre del 2007 i tassi di interesse a medio e a lungo termine hanno ripreso a salire, in connessione con il miglioramento delle aspettative sulla crescita economica dell'area dell'euro.

Figura 13.1

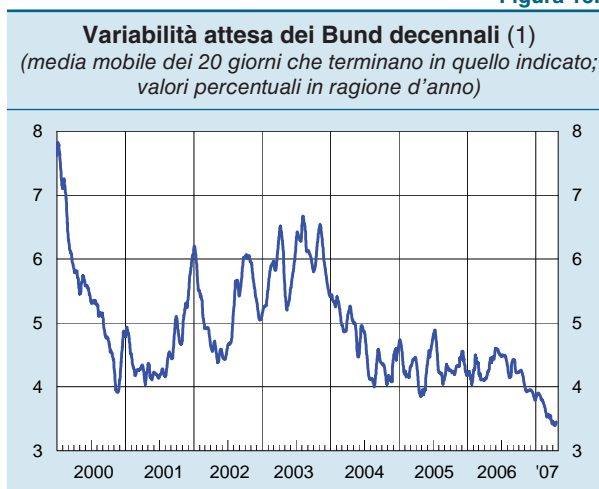


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund aggiustato per tenere conto della loro diversa vita residua. Scala di destra. – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato di tre paesi dell'area dell'euro che nel 2005 hanno registrato un avanzo di bilancio (Belgio, Finlandia e Spagna). Scala di destra. – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro. Scala di destra.

Il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è collocato in media su un livello contenuto. Il differenziale ha raggiunto un massimo di 30 centesimi di punto percentuale alla fine del primo quadrimestre del 2006, in occasione dello svolgimento delle elezioni politiche in Italia e del generalizzato aumento degli spread obbligazionari sui mercati internazionali. È poi gradualmente ridisceso, portandosi attorno a 23 centesimi di punto nel primo trimestre del 2007. La revisione al ribasso del rating del debito pubblico italiano effettuata da due agenzie specializzate lo scorso ottobre non ha avuto effetti apprezzabili sul differenziale.

Figura 13.2



Fonte: Bloomberg.  
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

La variabilità implicita dei tassi a lungo termine, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, è lievemente diminuita rispetto ai livelli già molto contenuti dell'anno precedente (fig. 13.2); un ulteriore netto calo si è registrato nel primo quadrimestre del 2007. Il basso livello della variabilità delle quotazioni, comune alle principali classi di attività finanziarie e ai maggiori mercati, riflette diversi fattori, tra cui la favorevole fase congiunturale, l'aumento della liquidità nei mercati finanziari (anche in connessione con lo sviluppo di operatori e strumenti innovativi), l'accresciuta credibilità antinflazionistica e la maggiore prevedibilità della politica monetaria (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari* nella Relazione sull'anno 2005 e *The recent behaviour of financial market volatility*, in *BIS Papers*, no. 29, August 2006 e in *Banca d'Italia Occasional Papers*, n. 2, agosto 2006).

### *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*

*Le emissioni nette.* – Nel 2006 le emissioni nette di obbligazioni delle società italiane sono aumentate ancora, a 81 miliardi (78 nel 2005; tav. 13.2). L'incremento è quasi interamente ascrivibile ai collocamenti delle banche, volti a mantenere la durata finanziaria dell'attivo in linea con quella del passivo. Le emissioni nette da parte di imprese non finanziarie, pur in aumento, sono rimaste molto contenute e circoscritte alle aziende di grandi e medie dimensioni; dopo diversi anni di assenza, ha fatto ritorno sul mercato la società Fiat, che ha collocato 2 miliardi di euro di titoli a tasso fisso nei primi mesi dell'anno.

*Il ricorso al mercato obbligazionario delle imprese non finanziarie italiane rimane limitato; la quota sul PIL dello stock di debito obbligazionario è pari al 3 per cento, contro il 7 per cento nel complesso dell'area. I collocamenti sono aumentati con l'avvio della politica monetaria unica, rimanendo su valori elevati fino al 2004; sono ridiscesi nell'ultimo biennio. La gran parte dei volumi è ascrivibile a un numero ristretto di prenditori di grandi dimensioni e con rating elevato; circa l'80 per cento delle emissioni lorde dal 1995 al 2006 è concentrato nei settori automobilistico, delle autostrade, dell'energia e delle telecomunicazioni (la quota di quest'ultimo è pari al 45 per cento del totale). Il ricorso al mercato*

da parte di emittenti di media dimensione o con basso merito di credito, che aveva registrato qualche segnale di crescita fino al 2003, si è poi pressoché annullato, risentendo degli effetti sulla fiducia degli investitori dei fallimenti di Cirio e Parmalat.

Tavola 13.2

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2006
Banche	43.048	41.502	60.371	442.868	484.370	544.742	37
Altre società finanziarie	14.938	35.842	16.075	126.909	162.831	185.299	13
Società non finanziarie	8.848	1.086	4.438	45.002	46.167	50.626	3
<b>Totale</b>	<b>66.834</b>	<b>78.430</b>	<b>80.844</b>	<b>614.779</b>	<b>693.368</b>	<b>780.667</b>	<b>53</b>
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	68.622	55.685	80.430	256.060	312.345	392.665	27

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Dati di fonte BRI. La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le Medium Term Notes con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

In Italia le emissioni nette di titoli obbligazionari a fronte di operazioni di cartolarizzazione si sono fortemente ridotte rispetto all'anno precedente (da 31 a 19 miliardi); parte del calo è dovuto ai minori volumi collocati da enti del settore pubblico. La quota più elevata di operazioni di cartolarizzazione ha riguardato la cessione di mutui residenziali (residential mortgage-backed security) da parte delle aziende di credito. Tra le operazioni di cartolarizzazione, resta limitato il ricorso da parte di società italiane a collocamenti di CDO (collateralised debt obligation, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o credit default swap). Si sono avute emissioni di covered bond (titoli garantiti da attività che rimangono nel bilancio del prestatore) pari a 4 miliardi, come nel 2005.

Nel 2006 la Cassa depositi e prestiti era l'unica società italiana autorizzata all'emissione di covered bond (Infrastrutture Spa, che pure era autorizzata, è stata incorporata dalla Cassa stessa all'inizio del 2006). Nel maggio del 2007 è stato completato l'iter normativo, iniziato con la legge 14 maggio 2005, n. 80, che permette anche alle banche italiane con adeguati requisiti patrimoniali di emettere i covered bond (cfr. il capitolo 16: *L'azione di vigilanza*).

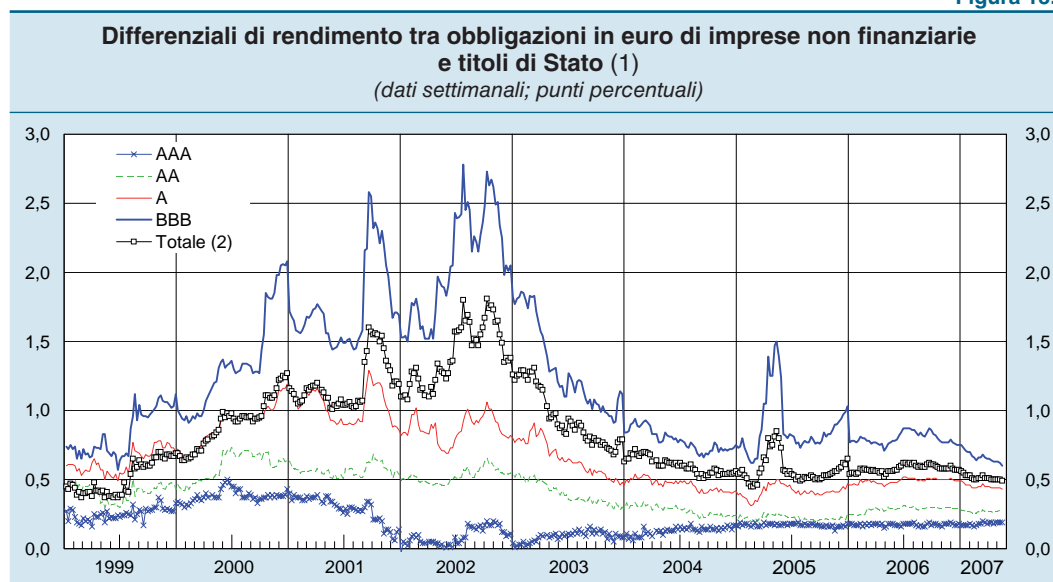
*In base ai dati forniti dalla Bond Market Association nel 2006, in Europa le emissioni lorde di titoli garantiti da attività patrimoniali (cartolarizzazioni e covered bond) hanno raggiunto i 666 miliardi di euro, un massimo storico. Le operazioni di cartolarizzazione, aumentate del 40 per cento, costituiscono il 69 per cento del totale; sono rimaste pressoché invariate le emissioni dei covered bond. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni è diminuita dal 12 all'8 per cento, quella relativa ai covered bond è rimasta al 3. Le cartolarizzazioni effettuate mediante emissioni di CDO sono aumentate dal 15 al 19 per cento del totale, quelle garantite da mutui residenziali dal 44 al 53 per cento; la quota italiana di queste ultime è passata dal 14 al 15 per cento.*

*Negli ultimi anni, la ricerca di rendimenti più elevati da parte di banche d'affari e hedge fund e l'elevata domanda di titoli obbligazionari da parte di compagnie d'assicurazione e fondi pensione, alla ricerca di strumenti per la copertura dei propri rischi finanziari, hanno favorito un'intensa attività di cartolarizzazione degli attivi bancari attraverso l'emissione di CDO. Nel 2006, secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), le emissioni mondiali di CDO hanno raggiunto i 490 miliardi di dollari, un importo doppio rispetto all'anno precedente.*

*I rendimenti.* – Sull'euromercato gli spread delle obbligazioni denominate in euro emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito (con rating non inferiore a BBB- o Baa3) sono rimasti estremamente contenuti, pur registrando un temporaneo rialzo in maggio e in giugno in concomitanza con la brusca correzione dei mercati azionari e l'incremento del prezzo del petrolio. Alla fine del 2006, il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato di analoga durata era pari a circa 0,6 punti percentuali, come l'anno precedente (fig. 13.3).

In un quadro ancora caratterizzato dalla bassa incidenza delle insolvenze, i differenziali di rendimento delle obbligazioni private sull'euromercato non hanno risentito in modo evidente dei rialzi dei tassi ufficiali. A partire dalla seconda metà del 2005 i giudizi delle agenzie specializzate segnalano tuttavia una moderata erosione del merito di credito sul mercato internazionale. La crescita delle operazioni che trasferiscono rischi dagli azionisti ai debitori, quali i buy-back, le generose politiche di distribuzione dei dividendi, le operazioni di fusione e acquisizione basate su un ampio ricorso alla leva finanziaria (leveraged buy-out), in prospettiva potrebbero determinare una revisione al ribasso del merito di credito degli emittenti.

Figura 13.3



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a BBB- o Baa3. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi di durata corrispondente. – (2) Obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

I differenziali rispetto agli analoghi titoli di Stato dei titoli in euro emessi da società italiane sono rimasti in linea con quelli degli emittenti degli altri paesi dell'area con analoghe caratteristiche, sia sul mercato primario sia su quello secondario. I differenziali delle obbligazioni con più basso merito di credito sono rimasti attorno ai valori minimi storici; quelli dei titoli della Fiat si sono notevolmente ridotti, proseguendo la tendenza iniziata lo scorso anno grazie alla ripresa della redditività del gruppo, cui è corrisposto, lo scorso febbraio, un miglioramento del merito di credito assegnato all'azienda dalle agenzie di rating.

Nel primo quadrimestre del 2007, i differenziali di rendimento delle obbligazioni delle imprese italiane con elevato merito di credito sono lievemente diminuiti, in linea

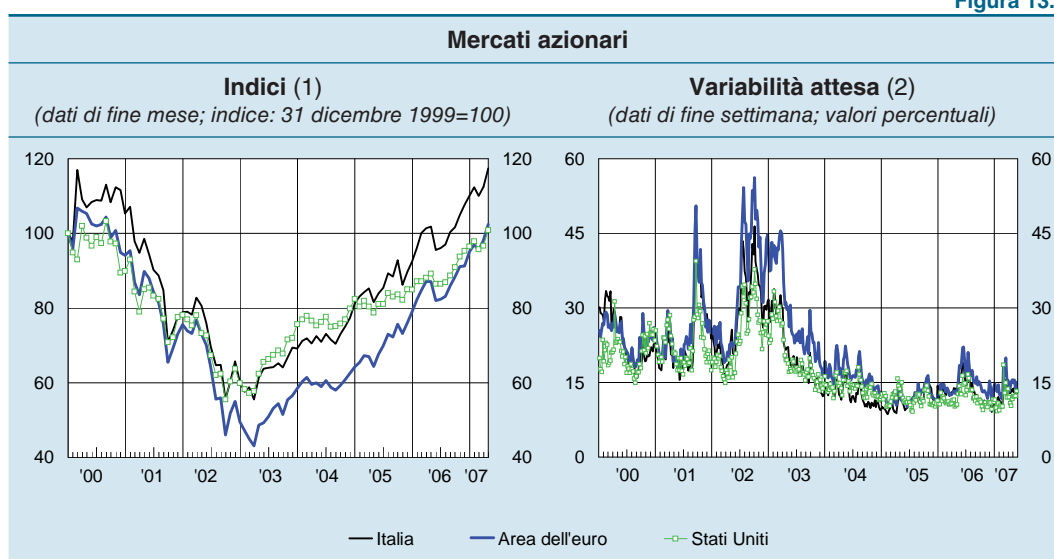
con il mercato; quelli dei titoli più rischiosi sono calati in maggior misura, grazie anche alla netta diminuzione nel settore automobilistico. Il mercato obbligazionario non ha risentito in modo significativo della turbolenza dei mercati azionari e del temporaneo aumento della volatilità registrati tra la fine di febbraio e marzo.

Nel 2006 i premi sui credit default swap (CDS) sulle principali banche e assicurazioni italiane sono rimasti sui bassi valori del 2005, collocandosi in linea con quelli sulle società internazionali corrispondenti; sono diminuiti quelli dei principali emittenti del settore industriale. I premi sui CDS delle società italiane si sono mossi in linea con i corrispondenti spread obbligazionari.

### Il mercato azionario

*L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni.* – Nel 2006 le quotazioni azionarie delle società italiane hanno registrato una crescita sostenuta; l'indice Mib storico è salito del 19 per cento, un valore in linea con quello dell'indice relativo alle maggiori società dell'area dell'euro (fig. 13.4). Le società italiane quotate hanno continuato a distribuire dividendi generosi: il controvalore degli utili distribuiti è stato pari al 3,2 per cento della capitalizzazione totale, contro un valore medio per l'area dell'euro pari a 2,5. L'indice italiano TechSTAR, riguardante le imprese innovative operanti nei settori ad alto contenuto tecnologico, è cresciuto del 17 per cento, contro l'8 del corrispondente listino britannico Techmark e il 10 dello statunitense Nasdaq.

Figura 13.4



Fonte: elaborazione su dati Bloomberg.

(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's per gli Stati Uniti. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse.

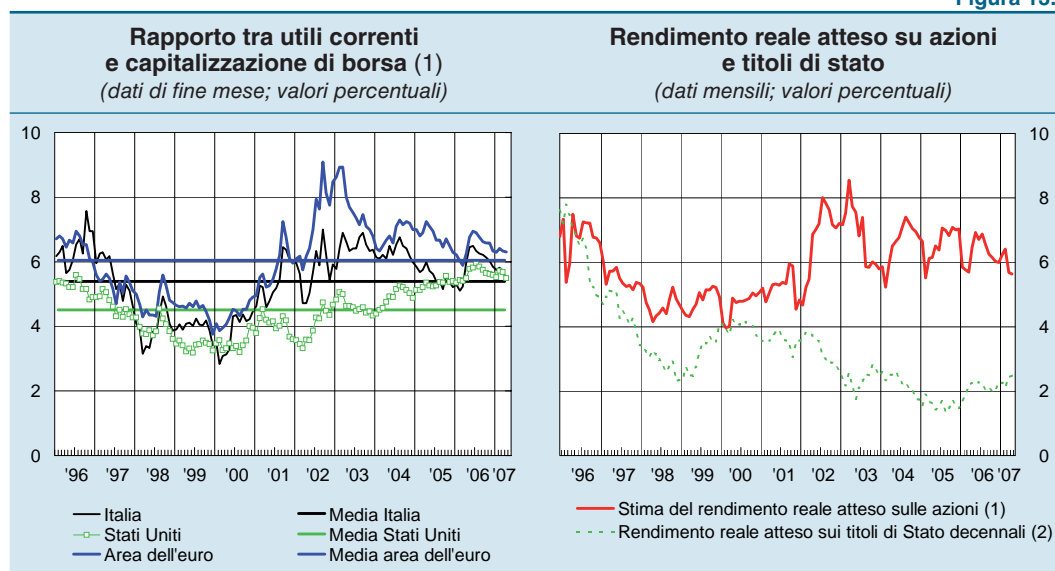
Nel primo quadrimestre del 2007 le quotazioni sono ulteriormente cresciute sia in Italia sia nell'area dell'euro (3 e 2 per cento, rispettivamente). Il forte calo registrato nella prima metà di marzo, a seguito di tensioni originatesi nelle borse valori cinesi, è stato rapidamente riassorbito nelle due settimane successive (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze sui mercati finanziari*, in *Bollettino Economico*, n. 48, 2007, p. 9).

I corsi azionari sono stati sostenuti dall'andamento molto favorevole degli utili correnti delle società quotate in un contesto caratterizzato dal rialzo dei tassi di interesse e da una lieve diminuzione dei tassi di crescita degli utili attesi nel medio termine.

La variabilità dei corsi delle società italiane implicita nei prezzi delle opzioni, aumentata temporaneamente tra maggio e giugno in concomitanza con l'emergere di incertezze sull'evoluzione futura della politica monetaria negli Stati Uniti e con il rialzo del prezzo del petrolio, è rimasta su livelli storicamente bassi (cfr. il paragrafo: *I titoli del settore pubblico*).

Nel 2006 il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione per l'Italia è salito da 5,2 a 5,8, un valore prossimo a quello medio storico dell'ultimo ventennio (fig. 13.5). Alla fine del 2006 il rendimento reale atteso dell'investimento in azioni, stimato sulla base delle previsioni di crescita degli utili, era pari al 5,5 per cento, contro un rendimento reale atteso dei titoli di Stato a lunga scadenza pari al 2,1 per cento.

Figura 13.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics, Bloomberg e Thomson Financial.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1990. – (2) Il rendimento reale atteso è stimato come differenziale fra il tasso di rendimento implicitamente utilizzato dagli investitori per scontare i dividendi futuri attesi e le aspettative di inflazione di lungo periodo rilevate da Consensus Economics. Le variabili di borsa si riferiscono a una media ponderata degli indici MSCI per Germania, Francia e Italia. – (3) Differenza tra il tasso d'interesse sui titoli di Stato a 10 anni e le aspettative di inflazione di lungo periodo.

Nella borsa italiana sono aumentate in misura marcata le quotazioni del settore metallurgico e di quello automobilistico (96 e 66 per cento, rispettivamente); l'andamento di questi due comparti è ascrivibile principalmente ai buoni risultati economici di Tenaris, azienda tra i principali produttori mondiali di tubi in acciaio, e della Fiat. I corsi delle imprese fornitrici di servizi di pubblica utilità sono cresciute del 24 per cento; l'aumento è risultato particolarmente elevato per le aziende del comparto elettrico, che hanno beneficiato del processo di concentrazione avviatosi tra i principali operatori dell'area dell'euro e che ha interessato l'Enel. Le quotazioni del settore bancario (cresciute del 24 per cento) sono state sospinte dall'avvio del processo di aggregazione tra alcune aziende di credito, oltre che da una elevata redditività operativa. Rendimenti inferiori a quelli di mercato sono stati invece rilevati nei comparti dei prodotti petroliferi (9 per cento), dei media (1 per cento) e delle telecomunicazioni (-6 per cento). Negli altri paesi dell'area dell'euro si sono avuti andamenti settoriali analoghi.

*Un'analisi dei rendimenti azionari mensili, relativi al periodo 1991-2006, dei titoli di società classificate in 10 settori dei 12 paesi che al dicembre 2006 avevano adottato l'euro mostra che, dalla fine del 1998, è aumentata significativamente la quota di variabilità delle quotazioni spiegata dall'appartenenza di un titolo azionario a un settore rispetto a quella spiegata dall'appartenenza a un paese. Questa evidenza indica che strategie di diversificazione dei portafogli tra settori offrono oggi agli investitori più possibilità che in passato per contenere il rischio. Il risultato discende dalla crescita dell'integrazione finanziaria tra i paesi dell'area dell'euro e dall'aumento del grado di sincronizzazione dei loro cicli economici; è inoltre possibile che su di essi abbia influito il processo di convergenza dei valori nominali delle grandezze macroeconomiche registrato negli anni precedenti l'avvio della terza fase della UEM.*

Il rendimento delle azioni del listino STAR, riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti in termine di informazione e governo societario, è stato superiore a quello dell'indice generale (26 per cento) per il terzo anno consecutivo.

*L'offerta e la domanda di azioni.* – Sulla piazza finanziaria italiana è proseguita la ripresa delle operazioni di prima quotazione in borsa. Lo scorso anno sul listino principale si sono quotate 21 nuove società (contro 15 nel 2005), di cui 9 sul segmento STAR e 7 sul mercato Expandi (dedicato alle piccole e medie imprese); come nel 2005, non si sono avuti ingressi nel listino TechSTAR. Il capitale raccolto dalle società quotate è inferiore all'1 per cento della capitalizzazione media annua complessiva. Nell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono cresciute considerevolmente rispetto all'anno precedente (da 99 a 201).

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 284 società italiane, contro 275 alla fine del 2005 (tav. 13.3). L'andamento dei corsi ha determinato una crescita della capitalizzazione da 677 a 779 miliardi e dal 48 al 53 per cento del PIL; il rapporto tra capitalizzazione e PIL era pari al 54 per cento in Germania, al 101 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 150 nel Regno Unito e al 145 negli Stati Uniti.

In luglio è diventato operativo il nuovo segmento della Borsa Italiana "MTA International" dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero e con elevata capitalizzazione già negoziate in altri mercati regolamentati dell'area dell'euro. Le modalità di negoziazione del nuovo segmento sono le medesime adottate per il segmento Blue Chip. A fine anno il segmento contava 23 società quotate.

Lo scorso dicembre è stata annunciata l'introduzione, nella prima metà del 2007, del Mercato alternativo del capitale (MAC), un sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana, dedicato alle piccole e medie imprese e riservato esclusivamente agli investitori istituzionali. L'iniziativa, ispirata all'esperienza dell'Alternative Investment Market (AIM) di Londra, si propone di facilitare l'accesso al capitale di rischio per tali imprese attraverso un mercato in cui i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle autorità di vigilanza in materia di mercati regolamentati; rispetto al mercato Expandi del listino ufficiale, dedicato alle piccole e medie imprese, esso contempla procedure di quotazione semplificate e meno onerose e un sostanziale alleggerimento degli adempimenti di informazione al mercato, pur nella salvaguardia della trasparenza e della tutela degli investitori.

*L'esperienza inglese dell'AIM ha evidenziato che tali mercati facilitano notevolmente la raccolta di capitale azionario per le imprese più innovative. Essi possono tuttavia risultare rischiosi per gli investitori nel medio termine; in confronto all'indice generale della borsa britannica negli ultimi tre anni, l'AIM ha registrato una crescita inferiore del 4 per cento all'anno e un analogo livello di variabilità.*

Tavola 13.3

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variazione dei corsi (1)	-25,1	-23,7	14,9	17,5	20,0	19,0
Società italiane quotate (numero a fine anno)	288	288	271	269	275	284
di cui: <i>al segmento STAR</i>	37	41	40	46	70	75
Capitalizzazione (2)	592.319	457.992	487.446	568.901	676.606	778.501
<i>in percentuale del PIL</i>	48,6	36,3	37,5	43,1	47,7	52,8
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	23	25	23	23	26	29
<i>assicurativi</i>	13	11	12	12	12	10
<i>bancari</i>	23	22	26	25	32	33
<i>finanziari</i>	3	3	4	3	4	4
<i>servizi</i>	39	39	35	37	26	24
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Emissioni lorde di azioni (4)	6.171	3.894	8.710	3.197	12.599	6.098
di cui: <i>al segmento STAR</i>	86	264	26	89	279	290
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	10.554	5.142	1.412	5.999	6.405	12.919
di cui: <i>società estere</i>	..	2.067	..	..	..	..
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	..	..	..	797	3.620
Dividendi distribuiti (6)	15.889	18.650	17.030	22.517	23.708	24.861
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	6,0	5,9	6,4	6,0	5,2	5,9
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	2,8	3,8	3,4	3,4	3,0	3,2
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	620.004	572.940	580.703	641.376	893.853	1.078.390
<i>futures sull'indice S&amp;P/MIB</i> (9)	829.416	673.836	527.024	467.122	585.445	761.580
<i>opzioni sull'indice S&amp;P/MIB</i> (9)	246.555	176.513	153.998	152.839	209.526	262.312
Turnover (10)	88	109	123	121	144	148

Fonte: Borsa italiana e Thomson Financial.  
 (1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (3) I dati non includono il mercato Expandi. – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

### I fondi comuni di investimento

*La raccolta e il patrimonio netto.* – Nel 2006 si è notevolmente accentuato il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati italiani (-50,2 miliardi, contro -18,1 miliardi nel 2005; tav. 13.4). Esso è stato solo in parte compensato dalla raccolta netta delle altre tipologie di fondi italiani (aperti e chiusi) e da quella dei fondi esteri istituiti da intermediari italiani (11,0 e 11,8 miliardi, rispettivamente). I riscatti netti di

quote di fondi armonizzati italiani hanno interessato tutti i comparti tranne quello dei flessibili. La raccolta netta dei fondi comuni è stata leggermente negativa in Germania e in Spagna ma è ulteriormente aumentata nel complesso degli altri paesi dell'area dell'euro (cfr. nell'Appendice la tav. a13.9).

Tavola 13.4

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Fondi aperti armonizzati	871	842	352.103	311.582	-18.062	-50.183
Azionari	376	346	74.845	68.770	-7.983	-12.133
Bilanciati	71	64	33.214	30.790	779	-3.175
Obbligazionari	306	302	157.359	121.255	-2.737	-36.848
Monetari	42	40	72.840	67.009	-11.373	-7.079
Flessibili	76	90	13.845	23.758	3.252	9.052
Fondi aperti non armonizzati	354	417	50.164	60.047	11.476	8.026
Fondi aperti speculativi	162	206	16.957	23.592	4.494	5.543
di cui: <i>fondi di fondi</i>	152	193	16.471	22.411	4.364	4.906
Altri tipi di fondi aperti	192	211	33.207	36.455	6.982	2.483
di cui: <i>fondi di fondi</i>	142	135	18.988	20.897	5.442	1.089
<b>Totale fondi aperti</b>	<b>1.225</b>	<b>1.259</b>	<b>402.267</b>	<b>371.629</b>	<b>-6.586</b>	<b>-42.157</b>
Fondi chiusi mobiliari	69	75	2.385	3.182	-48	359
di cui: <i>riservati</i>	48	61	1.631	2.484	36	501
Fondi chiusi immobiliari	60	116	11.976	16.210	2.846	2.617
di cui: <i>riservati</i>	37	88	5.910	8.893	2.247	1.808
<b>Totale fondi chiusi</b>	<b>129</b>	<b>191</b>	<b>14.361</b>	<b>19.392</b>	<b>2.798</b>	<b>2.976</b>
<b>Totale</b>	<b>1.354</b>	<b>1.450</b>	<b>416.628</b>	<b>391.021</b>	<b>-3.788</b>	<b>-39.181</b>
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (3)	695	742	182.846	202.553	18.328	11.781
di cui: <i>speculativi</i>	...	20	3.708	5.780	120	898

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.  
(1) Sono incluse le Sicav. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote detenute e sottoscritte, rispettivamente, da investitori italiani ed esteri. I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi.

Il consistente deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati di diritto italiano ha riflesso una aumentata preferenza delle famiglie italiane per l'investimento diretto in attività finanziarie a basso rischio, quali i titoli di Stato e le obbligazioni bancarie (cfr. il capitolo 12: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). In una fase di risalita dei tassi d'interesse reali sui titoli di Stato, questa ricomposizione di portafoglio è stata verosimilmente favorita dal basso livello dei rendimenti conseguiti in media dai fondi obbligazionari e da quelli monetari, pari, rispettivamente, allo 0,4 e all'1,9 per cento. Il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati di diritto italiano continua inoltre a risentire della strategia di offerta delle banche, volta a orientare la clientela verso i fondi di società controllate residenti in centri finanziari esteri, dove è più favorevole la tassazione del reddito di impresa, piuttosto che verso i propri fondi di diritto italiano. Infine, la progressiva apertura della rete distributiva all'offerta di prodotti di intermediari esteri potrebbe aver contribuito a ridurre il flusso di risparmio raccolto dai prodotti italiani.

Alla fine del 2006 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati facenti capo a intermediari italiani era sceso a 508 miliardi (531 alla fine del 2005). L'incidenza sul patrimonio netto complessivo dei fondi dell'area dell'euro è scesa di oltre due punti percentuali, al 10,8 per cento. Per i fondi comuni non armonizzati, le risorse complessive di quelli istituiti da intermediari italiani ammontavano a 85 miliardi, pari al 9,9 per cento del totale dell'area.

*L'offerta di fondi.* – Nel 2006 è proseguita in Italia la fase di consolidamento del settore dei fondi aperti armonizzati, il cui numero è sceso per il terzo anno consecutivo. Ha invece continuato a espandersi l'offerta di nuove tipologie di fondi comuni quali i fondi speculativi e i fondi chiusi immobiliari (cfr. il capitolo 15: *Struttura, redditività, patrimonio e rischi degli intermediari*). In rapporto al patrimonio complessivo dei fondi comuni italiani, il peso dei fondi aperti armonizzati è sceso di cinque punti percentuali, all'80 per cento, a favore soprattutto dei fondi speculativi, la cui incidenza è salita dal 4 al 6 per cento.

*Nel 2006 è salito il peso della raccolta lorda del totale dei fondi aperti effettuata attraverso le banche, dal 76 al 78 per cento, mentre sono scese le quote delle SIM e delle SGR (dal 13 al 10 e dal 9 all'8 per cento, rispettivamente). I pesi dei collocamenti lordi alle famiglie dei fondi speculativi e delle altre tipologie di fondi aperti sono cresciuti, dal 32 al 35 per cento e dal 67 all'84 per cento del totale dei rispettivi comparti.*

Al fine di incentivare l'investimento in attività immobiliari, con la legge finanziaria per il 2007 (legge 27 dicembre 2006, n. 296) è stata istituita la Società di investimento immobiliare quotata (SIIQ), uno strumento di investimento analogo a quello presente sui mercati anglosassoni con il nome di Real Estate Investment Trust (REIT). In base alla normativa, una società può optare per la qualifica di SIIQ, beneficiando dell'esenzione fiscale dall'Ires e dall'IRAP per i redditi societari, qualora soddisfi determinati requisiti relativi all'assetto societario e alla distribuzione degli utili; essa deve inoltre svolgere prevalentemente attività di locazione di immobili, essere residente in Italia e quotata presso mercati regolamentati italiani.

*La SIIQ, pur usufruendo di un trattamento fiscale sostanzialmente analogo a quello dei fondi comuni immobiliari di diritto italiano, differisce da questi ultimi poiché: deve svolgere prevalentemente attività di locazione, cosa non obbligatoria per i fondi immobiliari; può liberamente scegliere il proprio grado ottimale di indebitamento, mentre nei fondi immobiliari i debiti non possono superare alcune soglie stabilite dalla normativa in funzione delle attività detenute; il controllo degli amministratori viene realizzato attraverso l'assemblea degli azionisti, mentre nei fondi immobiliari i controlli avvengono principalmente attraverso prescrizioni normative sulla professionalità degli amministratori, sui requisiti patrimoniali della SGR e sui limiti agli investimenti del fondo.*

È continuata la forte crescita del mercato degli exchange-traded fund (ETF), strumenti negoziati su mercati regolamentati che replicano indici finanziari e si caratterizzano per i bassi costi di gestione e l'alta liquidità delle quote.

*Nel 2006 il volume totale delle contrattazioni degli ETF alla borsa di Milano ha raggiunto i 17 miliardi, il doppio dell'anno precedente. L'offerta di fondi continua a espandersi a ritmo sostenuto: alla fine dell'anno erano quotati 87 ETF (30 alla fine del 2005). Inoltre, nei primi mesi del 2007 sono stati ammessi alla quotazione 32 ETC (exchange-traded commodities), fondi assimilabili agli ETF che si prefiggono di replicare l'andamento di indici di prezzi di materie prime. Anche nelle altre principali borse dell'area il numero degli ETF quotati è aumentato sensibilmente, passando da 77 a 171 nella borsa di Francoforte e da 95 a 160 nel mercato Euronext.*

Lo scorso aprile è stato istituito da Borsa Italiana il mercato ETF Plus, un segmento del mercato di borsa dedicato alla negoziazione degli ETF e degli ETC. Tale mercato

prevede la quotazione di ETF strutturati, attività che consentono di amplificare i rendimenti degli indici che replicano mediante il ricorso alla leva finanziaria o di proteggere l'investimento da eccessivi ribassi mediante tecniche di protezione del capitale basate sull'acquisto di opzioni.

*Composizione del portafoglio.* – Riflettendo il forte deflusso netto di risparmio, le vendite nette da parte dei fondi comuni armonizzati italiani hanno riguardato tutte le principali tipologie di titoli, fatta eccezione per le azioni di altri paesi dell'area dell'euro (tav. 13.5). La quota di portafoglio dei titoli di Stato italiani a breve termine o indicizzati e di quelli esteri è scesa complessivamente di quasi 5 punti percentuali. Alla fine del 2006, le azioni italiane rappresentavano il 6,7 per cento del portafoglio, quelle estere il 24,4 per cento.

Tavola 13.5

Fondi comuni mobiliari: portafoglio titoli (1)						
(milioni di euro e quote percentuali)						
VOCI	2005	2006	1° trim. 2007 (2)	2005	2006	Marzo 2007 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
<b>Obbligazioni italiane</b>	<b>-12.215</b>	<b>-13.370</b>	<b>-1.435</b>	<b>39,4</b>	<b>38,7</b>	<b>40,1</b>
A breve termine e indicizzate	-7.190	-11.353	-1.229	18,8	16,8	17,2
BOT	-8.920	-1.624	-3.194	7,1	7,0	6,2
CCT	1.730	-9.729	1.965	11,7	9,8	11,0
A medio e a lungo termine	-5.025	-2.017	-205	20,6	21,9	22,9
CTZ	824	-32	2.770	3,1	3,5	4,7
BTP	-7.028	-2.165	-3.204	13,1	13,3	12,8
Altre	1.179	179	229	4,5	5,0	5,3
<b>Azioni italiane</b>	<b>-1.117</b>	<b>-3.018</b>	<b>-1.407</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>
<b>Titoli esteri</b>	<b>7.782</b>	<b>-22.454</b>	<b>-11.351</b>	<b>54,4</b>	<b>54,4</b>	<b>53,1</b>
Titoli di Stato	10.829	-13.300	-7.940	23,5	20,6	18,6
di cui: <i>in euro</i>	8.985	-11.670	-6.673	20,2	17,7	16,0
Obbligazioni	3.951	-2.409	323	9,2	9,4	10,1
di cui: <i>in euro</i>	3.356	-2.064	588	7,6	7,8	8,6
Azioni	-6.998	-6.745	-3.734	21,7	24,4	24,4
di cui: <i>in euro</i>	-2.617	2.136	320	6,0	8,8	9,7
<b>Altre attività finanziarie</b>	<b>224</b>	<b>82</b>	<b>-366</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Totale</b>	<b>-5.327</b>	<b>-38.886</b>	<b>-14.559</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Raccolta netta</b>	<b>-18.062</b>	<b>-50.183</b>	<b>-16.477</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Portafoglio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>324.628</b>	<b>286.533</b>	<b>272.257</b>

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. Sono inclusi i fondi di fondi. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

*Il rendimento e le commissioni.* – Nel 2006 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato pari al 4,2 per cento (tav. 13.6). I rendimenti dei fondi azionari e di quelli flessibili, pari rispettivamente all'11,4 e al 5,5 per cento, sono stati favoriti dal buon andamento delle borse. Il rialzo dei tassi di interesse ha invece penalizzato i fondi obbligazionari, di cui oltre la metà ha registrato perdite nell'anno; il rendimento medio di questi ultimi è stato pari allo 0,4 per cento, contro l'1,9 dei fondi monetari.

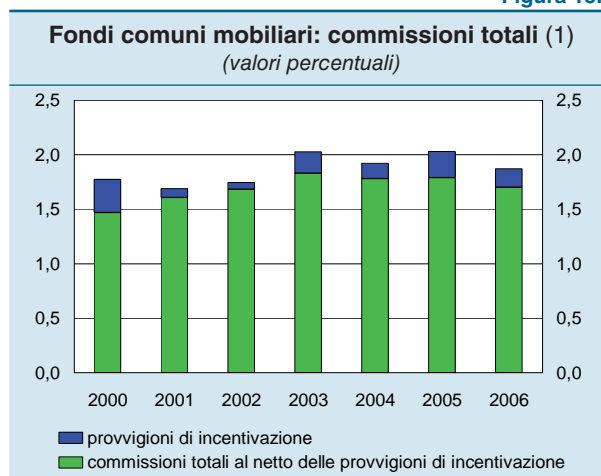
Tavola 13.6

Rendimenti dei fondi comuni mobiliari e dei principali investimenti alternativi (1) (valori percentuali)										
ANNI	Fondi comuni (2)				Investimenti alternativi					
	di cui:			Azioni italiane (3)	Azioni estere (4)	BTP (5)	CCT (5)	BOT (6)	Obbliga- zioni estere (7)	
	Azionari	Bilanciati	Obbliga- zionari							
1990	-3,5	-13,3	-8,0	10,5	-23,6	-25,7	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991	9,9	7,5	7,3	11,6	2,7	21,2	13,6	13,2	11,2	17,6
1992	8,3	5,2	3,9	11,3	-6,9	21,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993	25,4	37,1	32,8	19,9	39,6	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994	-2,4	-3,6	-1,2	-1,3	4,1	1,0	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995	6,8	1,3	3,9	10,4	-5,8	18,0	15,6	11,3	9,0	16,7
1996	9,3	8,4	9,5	9,4	10,9	10,1	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997	11,8	30,3	24,8	6,6	60,8	33,6	11,4	6,1	5,7	18,1
1998	9,4	22,2	18,1	5,2	43,2	17,3	10,4	5,3	4,3	7,0
1999	12,6	35,7	16,7	0,3	24,8	45,8	-1,5	3,3	3,2	12,5
2000	-3,6	-8,8	-0,5	4,3	3,9	-6,9	6,3	4,4	3,8	9,4
2001	-8,0	-17,0	-7,2	2,8	-23,5	-11,7	6,6	4,9	4,7	4,3
2002	-9,1	-26,3	-12,1	2,2	-21,4	-31,7	8,7	3,8	3,3	1,2
2003	3,6	10,1	5,6	1,6	18,1	11,5	3,7	2,4	2,8	-5,0
2004	3,5	7,2	4,6	2,3	21,8	7,0	7,6	2,1	2,3	2,2
2005	6,6	17,1	9,9	2,2	17,8	26,0	5,3	2,0	2,2	8,1
2006	4,2	11,4	3,3	0,4	23,5	8,2	0,0	3,1	2,6	-5,1

(1) Rendimenti a dodici mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. – (2) Dati al netto di imposte e commissioni riferiti a fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. – (3) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. – (4) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. – (5) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; fino al 1998, calcolata al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (6) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno; fino al 1998, calcolato al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (7) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; sono incluse le cedole e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

Nel 2006 le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che indirettamente gravano sui sottoscrittori – sono ammontate a 4,7 miliardi, di cui 4,1 nei confronti delle società di gestione. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è scesa di 0,2 punti percentuali, all'1,9 per cento (fig. 13.6), in seguito al calo di 0,1 punti sia delle commissioni di gestione sia di quelle di incentivo alla società di gestione.

Figura 13.6



(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolate come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Le commissioni totali medie sono scese per i fondi azionari, per quelli flessibili e per i bilanciati al 2,54, all'1,98 e all'1,94 per cento del patrimonio, rispettivamente (contro 2,76, 2,32 e 2,01 per cento nel 2005). Il calo è stato favorito da una riduzione delle commissioni di incentivo di 0,1 punti per i fondi azionari e per quelli bilanciati e da una riduzione delle commissioni di gestione di 0,1 punti percentuali per i fondi azionari e di 0,2 per quelli flessibili (questi ultimi hanno anche registrato una diminuzione di 0,1 punti delle commissioni pagate agli intermediari per la compravendita di titoli).

Al netto delle provvigioni di incentivazione, per circa i due terzi dei fondi monetari le commissioni sono comprese tra lo 0,5 e l'1,0 per cento (fig. 13.7). Nel comparto obbligazionario, il 60 per cento dei fondi ha commissioni comprese tra l'1,0 e l'1,5 per cento. La dispersione delle commissioni all'interno delle categorie dei fondi azionari e di quelli flessibili è invece molto più elevata. Nelle due categorie il 70 e il 50 per cento dei fondi, rispettivamente, ha commissioni comprese tra l'1,5 e il 2,5 per cento; per il 20 e il 10 per cento, rispettivamente, queste sono più elevate del 2,5.

Secondo i dati di Borsa Italiana, le commissioni totali annue trattenute dalle società di gestione degli ETF sono molto contenute. Alla fine di aprile esse erano pari in media allo 0,41 per cento del patrimonio netto del fondo (0,19 per i fondi obbligazionari, 0,44 per quelli azionari, 0,47 per quelli che investono in materie prime e 0,50 per quelli immobiliari).

### Le gestioni patrimoniali

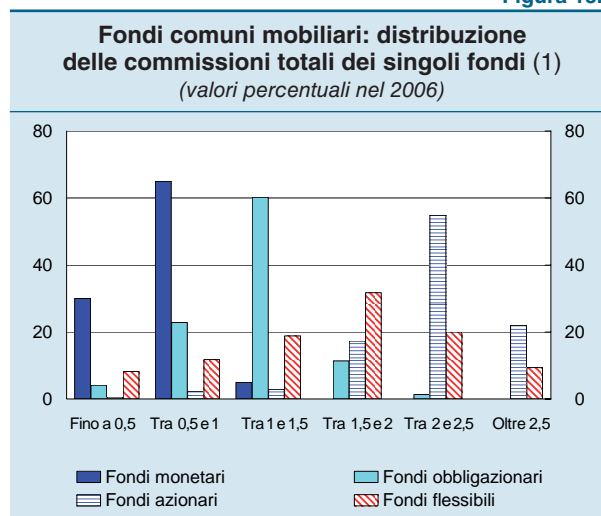
Nel 2006 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è scesa a 27 miliardi (35 miliardi nel 2005). Il patrimonio gestito è nel complesso cresciuto del 6,8 per cento, a 548 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. a13.11).

Il forte calo della raccolta netta delle gestioni patrimoniali è ascrivibile alle famiglie, che sono tornate a investire direttamente in titoli di Stato e obbligazioni. La riallocazione di portafoglio è stata indotta anche dal basso livello dei rendimenti conseguito in media dai servizi di gestione patrimoniale: nel 2006 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (stimato sulla base dell'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta) è stato pari all'1,6 per cento (6,2 nel 2005).

Le gestioni patrimoniali hanno effettuato considerevoli vendite nette di titoli di Stato italiani e di quote di fondi comuni italiani e acquisti netti di azioni italiane e di titoli esteri; il peso di queste ultime due voci nel portafoglio è salito al 6,0 e al 54,7 per cento, rispettivamente (cfr. nell'Appendice la tav. a13.12).

La quota di fondi comuni di diritto estero nel portafoglio delle gestioni patrimoniali ha superato il 30 per cento; per contro, quella dei fondi italiani è scesa sotto il 10 per cento. Dati relativi al portafoglio delle sole SGR mostrano che si è mantenuta pressoché costante durante l'anno (al 92 per cento) la quota di fondi comuni italiani facenti capo a società appartenenti allo stesso gruppo. È invece scesa di 4 punti percentuali la quota relativa ai fondi di diritto estero, al 79 per cento.

Figura 13.7



(1) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue pagate dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate. Le commissioni totali, al netto delle commissioni d'incentivo, sono espresse in percentuale del patrimonio netto annuo medio. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati.

## *Le compagnie di assicurazione*

Nel 2006 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione è diminuita del 2,9 per cento, dopo oltre un decennio di crescita sostenuta (cfr. nell'Appendice la tav. a13.13). La contrazione è interamente ascrivibile al ramo vita, dove si è ridotta sensibilmente la raccolta premi delle polizze tradizionali (rivalutabili e legate a operazioni di capitalizzazione); hanno registrato invece un moderato incremento i premi delle polizze collegate con fondi di investimento. È proseguito lo sviluppo delle polizze assicurative connesse con forme pensionistiche individuali, istituite nel 2001.

*Sulla base di dati di fonte Isvap, la quota dei premi dei nuovi contratti del ramo vita raccolti mediante gli sportelli bancari e postali ha registrato una flessione (dal 76,4 al 74,4 per cento); è invece cresciuta la raccolta per il tramite di agenti (dall'11,4 al 13,0).*

*Da un'indagine condotta presso 482 banche risulta che nel 2006 94 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante gli sportelli bancari. Circa il 38 per cento dei premi raccolti faceva capo a polizze connesse con indici di mercato, il rimanente 62 era diviso equamente tra polizze rivalutabili e unit-linked (nel 2005 le tre quote erano state pari, rispettivamente, al 35, 36 e 25 per cento). La percentuale di rendimento degli investimenti retrocessa agli assicurati è stata in media pari al 96 per cento. L'incidenza delle polizze che prevedono la corresponsione agli assicurati di un rendimento minimo garantito era pari al 56 per cento del totale.*

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono cresciute del 5,2 per cento, a 440 miliardi; vi ha contribuito il buon andamento dei mercati finanziari. Tra le attività è aumentata la quota dei titoli a reddito fisso, in particolare quella dei titoli di Stato italiani.

Nel 2006 e nel primo quadrimestre del 2007 i corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono cresciuti del 18 per cento, un valore di circa 9 punti percentuali inferiore a quello delle compagnie degli altri paesi dell'area. Tale andamento appare riconducibile a una crescita degli utili relativamente ridotta.

La composizione del portafoglio delle compagnie di assicurazione non ha subito cambiamenti considerevoli tra il 2002 e il 2006 a eccezione del calo di oltre 9 punti percentuali, al 32 per cento, dell'incidenza dei titoli pubblici italiani in euro cui ha corrisposto un analogo incremento del peso delle altre obbligazioni in euro, che ha raggiunto il 42 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. a13.14).

## *I fondi pensione e gli enti di previdenza*

Nel 2006 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 6,9 per cento, a 37,1 miliardi, grazie a un incremento del 20,9 per cento del patrimonio amministrato dai fondi istituiti dopo la riforma del 1993 (tav. 13.7). Le risorse degli enti di previdenza sono aumentate del 3,9 per cento.

*Sulla base dei dati forniti dalla Covip, nel 2006 il numero di iscritti ai fondi pensione di nuova istituzione, negoziali e aperti, è cresciuto del 5,0 per cento, un tasso inferiore a quello del 2005 (7,5 per cento). Il rapporto tra il numero complessivo di iscritti ai fondi di nuova istituzione (pari a 1.646.000) e il bacino dei potenziali iscritti permane su livelli modesti (13 per cento).*

Tavola 13.7

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2005				2006 (2)			
	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)		Fondi pensione		Enti di previdenza (4)	
	Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)		
<b>Liquidità</b>	<b>2.198</b>	<b>1.514</b>	<b>684</b>	<b>3.017</b>	<b>3.419</b>	<b>2.491</b>	<b>928</b>	<b>2.844</b>
<b>Portafoglio titoli</b>	<b>25.675</b>	<b>15.647</b>	<b>10.028</b>	<b>10.628</b>	<b>27.998</b>	<b>16.018</b>	<b>11.980</b>	<b>11.678</b>
Obbligazioni	16.186	9.855	6.331	7.281	17.391	9.733	7.659	8.278
Azioni	4.001	1.575	2.426	1.482	4.864	1.915	2.949	1.520
Quote di fondi comuni	5.489	4.217	1.271	1.865	5.743	4.371	1.372	1.880
<b>Mutui e altre attività finanziarie</b>	<b>2.606</b>	<b>2.680</b>	<b>-74</b>	<b>3.864</b>	<b>2.592</b>	<b>2.641</b>	<b>-49</b>	<b>6.940</b>
<b>Immobili</b>	<b>4.176</b>	<b>4.176</b>	<b>..</b>	<b>9.760</b>	<b>3.053</b>	<b>3.053</b>	<b>..</b>	<b>6.878</b>
<b>Totale attività</b>	<b>34.655</b>	<b>24.016</b>	<b>10.639</b>	<b>27.269</b>	<b>37.062</b>	<b>24.203</b>	<b>12.859</b>	<b>28.340</b>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip, UIC ed enti di previdenza.  
(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a tredici enti di previdenza; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Secondo le stime fornite dalla Covip, nel 2006 il rendimento medio (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) dei nuovi fondi pensione è stato pari al 3,4 per cento (8,5 per cento nel 2005); i fondi pensione negoziali hanno reso in media il 3,8 per cento, quelli aperti il 2,4.

*Lo sviluppo della previdenza complementare in Italia.* – A oltre dieci anni dall'avvio del processo di riforma che ha introdotto gli strumenti e le norme della previdenza complementare, in Italia lo sviluppo dei fondi pensione registra ancora un notevole ritardo rispetto sia ai paesi anglosassoni, sia a economie a noi simili quanto a caratteristiche istituzionali e struttura finanziaria, quali Francia, Germania e Spagna. Le attività dei fondi pensione rappresentano meno del 3 per cento del PIL, un valore inferiore alla media dell'area dell'euro (15 per cento) e ben lontano dai livelli che si registrano nel Regno Unito e negli Stati Uniti (attorno al 65 per cento; cfr. nell'Appendice la tav. a13.8). L'espansione dei fondi pensione procede in modo diseguale tra le diverse categorie di lavoratori, essendo più bassa tra i giovani, le donne, i lavoratori autonomi e quelli addetti alle imprese di minori dimensioni, cioè proprio quelle categorie che più di altre sono penalizzate dalla discontinuità e dalla variabilità dei redditi e per le quali la possibilità di accumulare risorse previdenziali lungo un orizzonte temporale esteso rappresenta un vantaggio particolarmente rilevante.

Il ritardo nel campo della previdenza integrativa contribuisce a limitare l'articolazione del mercato dei capitali italiano. I paesi in cui i fondi pensione sono più sviluppati hanno infatti sistemi finanziari anch'essi particolarmente sviluppati sia nel comparto del capitale di rischio, sia in quello obbligazionario. Assai stretto risulta il legame tra i fondi pensione e la borsa: la presenza degli investitori istituzionali favorisce la quotazione anche

di imprese di minore dimensione; stimola la concorrenza tra operatori in campi essenziali quali la raccolta di ordini, la negoziazione e il collocamento di titoli, l'attività di ricerca; incoraggia l'apertura del sistema finanziario alle innovazioni. In Italia, il basso numero di imprese quotate e, più in generale, la scarsa articolazione del mercato dei capitali rischiano a loro volta di limitare le opportunità di investimento dei fondi pensione, che potrebbero indirizzare i loro finanziamenti prevalentemente verso i mercati esteri.

Le indagini campionarie indicano che, a distanza di oltre un decennio dagli interventi incisivi sul sistema previdenziale obbligatorio, i lavoratori sono solo in parte consapevoli dei tagli apportati alle pensioni pubbliche e che ricorrono a pensioni integrative soprattutto i risparmiatori più istruiti e con maggiore dimestichezza con gli strumenti finanziari, i quali hanno verosimilmente un'elevata capacità di raccogliere e assimilare le informazioni (cfr. il capitolo 12: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Questi dati confermano l'importanza di rafforzare l'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, al fine di renderli consapevoli della loro condizione previdenziale.

Un considerevole impulso allo sviluppo dei fondi pensione italiani dovrebbe provenire dalla nuova disciplina della previdenza complementare (decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252), la cui entrata in vigore è stata anticipata di un anno, al 1° gennaio 2007 (legge 296 del 2006). Già dalla seconda metà del 2007 gli accantonamenti al trattamento di fine rapporto (TFR) verranno destinati ai fondi pensione salvo esplicito dissenso da parte del dipendente.

*I lavoratori italiani sono stati finora riluttanti a rinunciare al TFR, ritenendolo più flessibile e meno rischioso degli altri strumenti della previdenza integrativa. Tuttavia, anche per effetto delle recenti modifiche normative, la disciplina in tema di riscatti, anticipazioni, erogazioni e portabilità conferisce alla ricchezza previdenziale accumulata nei fondi pensione una flessibilità di utilizzo comparabile con quella del TFR. Sotto il profilo finanziario, al basso rischio del TFR si associa un rendimento anch'esso basso: in molte fasi del passato sarebbe stato preferibile per i lavoratori investire i risparmi previdenziali sul mercato finanziario. Per gli aderenti ai fondi pensione, al beneficio derivante dalla possibilità di investire i contributi previdenziali in attività di mercato si associano la disponibilità della contribuzione aggiuntiva da parte del datore di lavoro e un trattamento fiscale vantaggioso, divenuto ancor più favorevole per l'introduzione di una tassazione agevolata delle prestazioni.*

Affinché l'adesione ai fondi pensione offra effettivamente benefici ai lavoratori italiani, è tuttavia essenziale che i costi di gestione sopportati dai risparmiatori siano contenuti. La riduzione dei costi può derivare non solo dalla crescita delle masse gestite e dalle conseguenti economie di scala, ma anche dalla trasparenza e confrontabilità delle commissioni applicate sulle diverse forme previdenziali, essenziali per consentire ai lavoratori di spostarsi dagli schemi pensionistici più onerosi a quelli con costi più contenuti e in grado di offrire prodotti che meglio rispondono alle proprie esigenze, stimolando così la concorrenza tra le diverse forme di previdenza complementare.