

## 16. GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2007 il settore consolidato degli investitori istituzionali italiani ha registrato una raccolta netta negativa per 68 miliardi di euro (tav. 16.1). Il patrimonio netto è sceso del 6,8 per cento, a 1.031 miliardi, dal 75 al 67 per cento del PIL. Il fenomeno ha interessato tutti i principali strumenti del risparmio gestito: fondi comuni, gestioni patrimoniali e polizze vita. Il peso del risparmio gestito dagli operatori del settore sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane si è ridotto dal 30,1 al 27,9 per cento.

Tavola 16.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		Quote percentuali	
	2006	2007 (1)	2006	2007 (1)	2006	2007 (1)
Fondi comuni (2)	-39.068	-49.652	391.205	349.253	27,7	26,0
Assicurazioni (3)	18.523	-7.492	436.480	428.988	30,9	32,0
Fondi pensione (4)	2.603	4.028	37.258	41.286	2,6	3,1
Gestioni patrimoniali	26.709	-26.409	547.631	520.684	38,8	38,9
<b>Totale</b>	<b>8.767</b>	<b>-79.525</b>	<b>1.412.574</b>	<b>1.340.211</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>-8.681</b>	<b>-68.107</b>	<b>1.105.704</b>	<b>1.030.683</b>	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	-0,6	-4,4	74,7	67,1	–	–

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.

Il deflusso netto di risparmio dagli investitori istituzionali italiani nel 2007 è in parte dovuto al peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari verificatosi nella seconda metà dell'anno. Il rialzo della volatilità e la flessione dei corsi azionari hanno favorito una riallocazione dei portafogli delle famiglie verso attività a basso rischio, che, come in analoghe fasi passate, è stata per lo più realizzata attraverso investimenti diretti in titoli di Stato e obbligazioni e la detenzione di depositi a lungo termine. L'industria italiana del risparmio gestito ha inoltre continuato a risentire del forte ridimensionamento del settore dei fondi comuni, in atto ormai da diversi anni.

Nel 2007 il deflusso di risorse dal complesso dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è rimasto intenso. A differenza degli anni passati, la raccolta netta è risultata negativa anche per i fondi istituiti all'estero da intermediari italiani. Per i fondi speculativi e i fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari, le sottoscrizioni hanno continuato a superare i riscatti di quote. È proseguita l'espansione degli ETF, strumenti di investimento collettivo del risparmio che hanno oneri di gestione assai contenuti e una liquidità molto elevata.

Nel 2007 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è risultata negativa. La raccolta premi delle compagnie del ramo vita si è ridotta per il secondo anno consecutivo; il fenomeno è riconducibile al calo dei premi delle polizze rivalutabili e dei contratti di capitalizzazione.

Lo sviluppo dei fondi pensione ha tratto impulso dalla nuova disciplina della previdenza complementare, avviata nel gennaio dello scorso anno. Nel corso del 2007, secondo stime della Covip, il rapporto tra il numero complessivo dei lavoratori dipendenti del settore privato aderenti alle forme pensionistiche complementari e il bacino dei potenziali aderenti è cresciuto di 10 punti percentuali, al 25 per cento. Nonostante il significativo incremento, tale rapporto rimane su valori relativamente ridotti, in particolare tra i giovani, le donne e i lavoratori autonomi. Le risorse gestite dagli operatori del settore sono pari a circa il 3 per cento del PIL, un valore ancora molto inferiore a quello dei principali paesi industriali.

### *I fondi comuni di investimento*

*La raccolta e il patrimonio netto.* – Nel 2007 i fondi comuni di diritto italiano hanno registrato un deflusso netto di risparmio pari a 49,7 miliardi di euro, che segue quello di 39,1 miliardi dell'anno precedente (tav. 16.2). Anche i fondi esteri istituiti da intermediari italiani hanno registrato una raccolta netta negativa dopo anni di forte crescita (3,2 miliardi).

Tavola 16.2

<b>Fondi comuni: struttura del mercato (1)</b> (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Fondi aperti armonizzati	836	802	309.493	260.120	-49.891	-50.951
Azionari	346	309	68.770	51.055	-12.133	-17.315
Bilanciati	63	59	29.023	22.745	-2.938	-6.346
Obbligazionari	302	281	121.255	92.611	-36.848	-29.361
Monetari	40	37	67.008	71.052	-7.079	2.133
Flessibili	85	116	23.437	22.657	9.107	-62
Fondi aperti non armonizzati	417	454	62.135	63.701	7.735	-1.314
Fondi aperti speculativi	204	243	23.592	30.393	5.543	5.354
di cui: <i>fondi di fondi</i>	191	219	22.411	28.352	4.906	4.837
Altri tipi di fondi aperti	213	211	38.543	33.308	2.192	-6.668
di cui: <i>fondi di fondi</i>	137	132	22.986	17.585	768	-5.392
<b>Totale fondi aperti</b>	<b>1.253</b>	<b>1.256</b>	<b>371.628</b>	<b>323.821</b>	<b>-42.156</b>	<b>-52.265</b>
Fondi chiusi mobiliari	74	98	3.182	3.883	273	319
di cui: <i>riservati</i>	60	85	2.484	3.335	377	570
Fondi chiusi immobiliari	118	173	16.395	21.549	2.815	2.294
di cui: <i>riservati</i>	90	143	9.178	13.945	2.007	2.091
<b>Totale fondi chiusi</b>	<b>192</b>	<b>271</b>	<b>19.577</b>	<b>25.432</b>	<b>3.088</b>	<b>2.613</b>
<b>Totale</b>	<b>1.445</b>	<b>1.527</b>	<b>391.205</b>	<b>349.253</b>	<b>-39.068</b>	<b>-49.652</b>
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (3)	742	784	202.553	201.918	11.781	-3.153
di cui: <i>speculativi</i>	20	28	5.780	7.143	898	685

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 Irlanda o in Lussemburgo. 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 patrimonio dei fondi comuni italiani è sceso del 10,7 per cento, a 349 miliardi, principalmente per effetto dei consistenti riscatti netti di quote; quello dei fondi esteri facenti capo a gruppi italiani è rimasto pressoché costante, a 202 miliardi.

*A differenza degli anni passati, nel 2007 la raccolta netta dei fondi comuni è risultata negativa, o si è ridotta fortemente, anche negli altri principali paesi europei. Tra i fondi comuni armonizzati, in Germania e Francia si sono avuti riscatti netti rispettivamente per 13,6 e 28,8 miliardi; in Lussemburgo e Regno Unito la raccolta netta, pur restando positiva, si è ridotta, rispettivamente, di 52,9 e 27,2 miliardi (tav. 16.3).*

**Tavola 16.3**

<b>Fondi comuni mobiliari: raccolta netta e patrimonio netto nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (1)</b> (dati annuali)									
		Italia	Germania	Francia	Lussemburgo e Irlanda (2)		Area dell'euro (3)	Regno Unito	Stati Uniti
VOCI					di cui: controllati da interme- diari italiani				
<b>Raccolta netta (in milioni di euro)</b>									
<b>Totale</b>	<b>2006</b>	<b>-49.891</b>	<b>-6.245</b>	<b>105.700</b>	<b>241.344</b>	<b>10.883</b>	<b>296.729</b>	<b>31.843</b>	<b>377.181</b>
	<b>2007</b>	<b>-50.951</b>	<b>-13.642</b>	<b>-28.800</b>	<b>188.488</b>	<b>-3.153</b>	<b>37.242</b>	<b>4.595</b>	<b>640.553</b>
Azionari	2006	-12.133	-7.061	45.500	84.092	4.286	114.911	10.615	125.743
	2007	-17.315	-7.148	-3.200	-4.334	-6.397	-65.526	-8.309	67.002
Bilanciati (4)	2006	6.169	2.031	22.600	100.065	-7.451	139.910	11.103	5.641
	2007	-6.408	3.903	8.900	139.946	9.250	125.294	9.801	16.042
Obbligazionari	2006	-36.848	-1.609	7.800	40.319	12.871	29	8.643	48.842
	2007	-29.361	-5.856	-18.600	2.299	-7.100	-75.469	1.265	78.657
Monetari	2006	-7.079	393	29.800	16.868	1.177	41.880	1.481	196.956
	2007	2.133	-4.541	-15.900	50.577	1.094	52.944	1.838	478.852
<b>Patrimonio netto di fine anno (in miliardi di euro)</b>									
<b>Totale</b>	<b>2006</b>	<b>309</b>	<b>258</b>	<b>1.343</b>	<b>2.245</b>	<b>197</b>	<b>4.712</b>	<b>597</b>	<b>7.907</b>
	<b>2007</b>	<b>260</b>	<b>266</b>	<b>1.352</b>	<b>2.470</b>	<b>186</b>	<b>5.135</b>	<b>685</b>	<b>8.165</b>
<i>in % del PIL</i>	2006	20,9	11,2	75,6	–	–	56,1	32,0	75,2
	2007	16,9	11,0	72,4	–	–	57,9	36,9	81,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, EFAMA, ICI e Assogestioni.  
(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono prevalentemente in valori mobiliari quotati e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti all'UE, i fondi armonizzati). Per alcuni paesi, sono inclusi i fondi di fondi. – (2) Per la raccolta netta, il dato si riferisce solo al Lussemburgo. – (3) Per la raccolta netta, i dati non includono il Belgio e l'Irlanda. – (4) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

Analogamente all'anno precedente, il calo subito dai fondi comuni italiani è quasi interamente attribuibile alla categoria dei fondi armonizzati. Tra questi ultimi la flessione ha riguardato tutti i comparti, a eccezione di quello monetario che, nella seconda parte del 2007, in presenza di ampie oscillazioni dei prezzi dei valori mobiliari, è tornato a raccogliere nuove risorse. Tra i fondi comuni non armonizzati è continuato

l'afflusso netto di risorse verso i fondi speculativi e i fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari.

Nei primi mesi del 2007 i riscatti netti di quote subiti dai fondi comuni hanno riflesso l'aumentata preferenza delle famiglie per l'investimento diretto in titoli di Stato, in una fase caratterizzata dalla crescita dei tassi di interesse reali sui titoli pubblici. Nei mesi successivi i riscatti netti hanno risentito del forte afflusso del risparmio delle famiglie verso attività meno rischiose (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*), favorito dalle tensioni sui mercati finanziari innescate dalla crisi dei mutui ipotecari statunitensi. Vi ha contribuito anche la scelta delle banche di collocare presso la clientela una quota maggiore di propri titoli obbligazionari (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

*Alla fine del 2007, sul totale dei valori mobiliari di proprietà delle famiglie in deposito presso le banche italiane (principalmente titoli di Stato, obbligazioni, quote di fondi comuni e azioni), la parte riconducibile a fondi comuni era pari al 15,9 per cento, in calo di 5 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Nello stesso periodo sono invece aumentate le quote di titoli di Stato e obbligazioni, passate, rispettivamente, dal 28,3 al 30,5 e dal 44,7 al 47,6 per cento. Il peso delle obbligazioni bancarie sul totale è aumentato dal 32,5 al 33,7 per cento.*

Dopo la forte crescita registrata nella seconda parte degli anni novanta, la raccolta netta complessiva effettuata dai fondi comuni di società controllate da intermediari italiani ha subito un marcato rallentamento, favorito dall'aumento della volatilità dei corsi azionari nei primi anni del decennio. Tra il 2001 e il 2005 i riscatti netti di quote di fondi armonizzati di diritto italiano sono stati pari a 75 miliardi; tale deflusso è stato quasi interamente compensato dalle sottoscrizioni nette di quote di fondi armonizzati esteri istituiti da intermediari italiani. La significativa ricomposizione della raccolta complessiva è ascrivibile a una tassazione più favorevole dei fondi e delle società di gestione esteri rispetto a quelli italiani. Nei due anni successivi il deflusso netto di risorse dai fondi armonizzati italiani è stato pari a 101 miliardi, a fronte di sottoscrizioni nette di quote di fondi esteri per soli 7 miliardi.

*Gli intermediari finanziari, in particolar modo le banche, svolgono un ruolo rilevante sia negli assetti proprietari delle società di gestione sia nella distribuzione delle quote di fondi comuni italiani. Alla fine dello scorso anno circa l'82 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni aperti di diritto italiano faceva capo a società di gestione controllate da una o più banche italiane, solo il 3,5 per cento a compagnie di assicurazione italiane; la quota relativa a intermediari esteri era pari all'8 per cento. Nel 2007 la quota della raccolta lorda realizzata attraverso le reti bancarie è rimasta pressoché costante, al 77 per cento.*

Al fine di esaminare le innovazioni normative e regolamentari utili per il rilancio dell'industria dei fondi comuni, la Banca d'Italia, nel rispetto dei propri compiti istituzionali e dell'autonomia dei singoli intermediari, ha promosso nel febbraio del 2008 la costituzione di un gruppo di lavoro, con la partecipazione di operatori del settore, dell'associazione di categoria delle società di gestione, del Ministero dell'Economia e delle finanze e della Consob.

*L'offerta di fondi.* – Nel 2007 ha continuato a ridursi il numero dei fondi aperti armonizzati, per effetto di alcune operazioni di consolidamento tra società del settore (tav. 16.2; cfr. il capitolo 21: *La struttura degli intermediari bancari e finanziari*);

ha continuato invece ad ampliarsi l'offerta di fondi speculativi e di fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari. Negli ultimi quattro anni le quote dei fondi speculativi e di quelli chiusi sul patrimonio netto complessivo dei fondi di diritto italiano sono salite, rispettivamente, dall'1,4 all'8,7 e dall'1,4 al 7,3 per cento.

In Italia il numero dei fondi speculativi (hedge fund) è cresciuto negli ultimi quattro anni in misura significativa, passando da 81 a 243 unità; le attività gestite sono aumentate da 5,8 a 30,4 miliardi di euro. La quasi totalità del patrimonio fa capo a fondi che investono in quote di altri fondi (in gran parte hedge fund esteri); la struttura del cosiddetto "fondo di fondi" agevola per il sottoscrittore la diversificazione del rischio e il monitoraggio dei singoli hedge fund detenuti in portafoglio. Nello stesso periodo, si è ampliata notevolmente anche la presenza di fondi chiusi, in gran parte riservati a investitori qualificati: quelli immobiliari sono cresciuti da 19 a 173 unità (il patrimonio netto da 4,4 a 21,5 miliardi), i mobiliari (fondi di private equity) da 35 a 98 unità (il patrimonio netto da 1,4 a 3,9 miliardi).

Nel corso del 2007 ha accelerato ulteriormente la crescita del mercato degli ETF, strumenti di investimento collettivo che replicano indici finanziari e sono negoziati su mercati regolamentati.

*Nel 2007 il volume totale delle contrattazioni degli ETF alla Borsa Italiana ha raggiunto i 31,4 miliardi (17 nel 2006); gli ETC (exchange-traded commodities), fondi introdotti in Italia all'inizio del 2007 che si prefiggono di replicare indici di prezzi di materie prime, hanno registrato un volume di scambi pari a 0,4 miliardi. L'offerta di tali strumenti ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti: alla fine dell'anno erano quotati 171 ETF (87 nel 2006) e 37 ETC, tutti emessi da società estere. Anche nelle altre principali borse dell'area dell'euro il numero di ETF e ETC è aumentato sensibilmente, passando da 171 a 316 nella borsa di Francoforte e da 160 a 232 nel mercato Euronext.*

*Composizione del portafoglio.* – A fronte del forte deflusso netto di risorse, i fondi comuni armonizzati italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 36 miliardi (38,9 nel 2006; tav. 16.4). La concentrazione delle nuove sottoscrizioni di quote nei comparti con obiettivi di investimento a breve termine e le turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse in acquisti netti di BOT e CTZ e in cospicui smobilizzi di azioni e di titoli a lungo termine. Particolarmente rilevanti sono state le cessioni di azioni italiane ed estere, il cui peso nel portafoglio dei fondi comuni italiani è sceso nel 2007, rispettivamente, di 1,1 e 2,5 punti percentuali, al 5,6 e al 21,9 per cento. La quota delle attività estere complessive si è ridotta dal 54,4 al 51,2 per cento; quella dei titoli denominati in euro è aumentata dal 79,3 all'82,8 per cento.

*Il rendimento e le commissioni.* – Nel 2007 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato pressoché nullo (0,3 per cento; tav. 16.5). I fondi dei comparti azionario e bilanciato hanno registrato rendimenti medi negativi (-1,6 e -0,6 per cento, rispettivamente); migliori sono risultati quelli dei fondi monetari, obbligazionari e flessibili (2,7, 1,3 e 0,3 per cento, rispettivamente). Sebbene l'esposizione diretta dei fondi comuni italiani a titoli strutturati e a obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione appaia nel complesso limitata (cfr. il capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*), nella seconda parte dell'anno i rendimenti dei fondi comuni hanno risentito del calo

Tavola 16.4

Fondi comuni mobiliari: portafoglio titoli (1)						
(milioni di euro e quote percentuali)						
VOCI	2006	2007	1° trim. 2008 (2)	2006	2007	Marzo 2008 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
<b>Obbligazioni italiane</b>	<b>-13.370</b>	<b>-5.181</b>	<b>5.470</b>	<b>38,9</b>	<b>43,2</b>	<b>49,2</b>
A breve termine e indicizzate	-11.353	-2.000	6.491	16,8	18,9	23,1
BOT	-1.624	3.100	3.078	7,0	9,4	11,5
CCT	-9.729	-5.100	3.412	9,8	9,5	11,6
A medio e a lungo termine	-2.017	-3.181	-1.020	22,1	24,3	26,1
CTZ	-32	2.463	924	3,5	5,3	6,3
BTP	-2.165	-5.402	-1.884	13,3	13,3	13,6
Altri	179	-242	-60	5,3	5,7	6,1
<b>Azioni italiane</b>	<b>-3.018</b>	<b>-4.234</b>	<b>-705</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>
<b>Titoli esteri</b>	<b>-22.580</b>	<b>-26.226</b>	<b>-8.414</b>	<b>54,4</b>	<b>51,2</b>	<b>46,5</b>
Titoli di Stato	-13.300	-12.844	-2.387	20,6	18,1	17,9
di cui: <i>in euro</i>	-11.390	-10.885	-1.586	17,6	15,8	15,9
Obbligazioni	-2.536	1.058	-2.177	9,4	11,2	11,1
di cui: <i>in euro</i>	-2.080	1.175	-2.037	7,8	9,6	9,5
Azioni	-6.744	-14.441	-3.851	24,4	21,9	17,5
di cui: <i>in euro</i>	1.622	-2.047	-2.491	8,4	9,1	7,5
<b>Altre attività finanziarie</b>	<b>82</b>	<b>-331</b>	<b>12</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Totale</b>	<b>-38.886</b>	<b>-35.973</b>	<b>-3.637</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Raccolta netta</b>	<b>-49.891</b>	<b>-50.951</b>	<b>-12.725</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Portafoglio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>286.570</b>	<b>239.901</b>	<b>216.026</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.

Tavola 16.5

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	3,4	7,3	4,5	2,3	21,8	7,0	7,6	2,1	2,3	2,2
2005	6,5	17,1	9,7	2,1	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
2007	0,3	-1,6	-0,6	1,3	-4,7	-0,9	1,7	4,0	3,7	-0,2

(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.

generalizzato dei principali indici di borsa, che ha fatto seguito alla crisi dei mutui ipotecari *subprime* negli Stati Uniti.

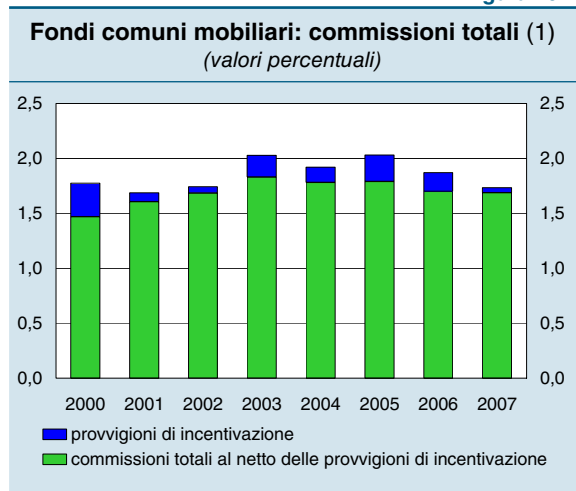
Le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che ricadono sui sottoscrittori – sono ammontate a 3,8 miliardi; tra queste, quelle di gestione e di incentivo, corrisposte alla società di gestione, sono state pari a 3,4 miliardi. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è stata pari all'1,7 per cento (fig. 16.1), con un calo di 0,1 punti percentuali, interamente dovuto alle commissioni di incentivo. Assai più contenute sono le commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di ETF: secondo dati di Borsa Italiana, alla fine dello scorso aprile esse erano in media pari allo 0,44 per cento del patrimonio netto del fondo.

*Per i fondi azionari, flessibili e bilanciati le commissioni totali medie hanno continuato a diminuire, raggiungendo, rispettivamente, il 2,39, l'1,59 e l'1,89 per cento del patrimonio (contro 2,54, 1,98 e 1,94 per cento nel 2006). Per i fondi obbligazionari e monetari, le commissioni totali sono rimaste stabili, rispettivamente, all'1,19 e allo 0,57 per cento. Il grado di dispersione delle commissioni dei fondi all'interno di ciascun comparto di investimento, al netto delle provvigioni di incentivo, è rimasto su livelli simili a quelli osservati nel 2006 (fig. 16.2).*

*Secondo uno studio effettuato nel 2006 per conto della Commissione europea, relativo a un campione di fondi comuni europei, le commissioni gravanti sui fondi italiani sarebbero relativamente elevate. Per un fondo azionario italiano i costi totali inciderebbero sul rendimento annuale per circa il 2 per cento, contro valori inferiori all'1,5 per i fondi francesi e tedeschi; la gran parte del divario sarebbe riconducibile ai costi di distribuzione.*

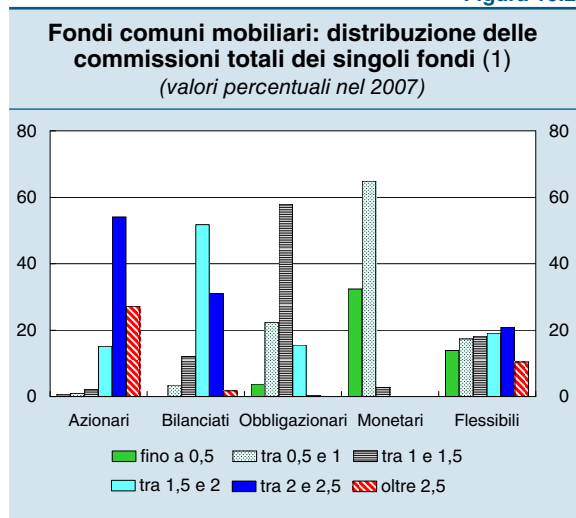
*Sul totale delle commissioni corrisposte nel 2007 alle SGR dai fondi aperti, il 74 per cento è stato retrocesso dalle SGR alle reti distributive (commissioni di collocamento e mantenimento); la quota sale al 78 per cento nel caso di SGR controllate da banche italiane. Le commissioni retrocesse alle reti distributive hanno costituito in media l'1,0 per cento del patrimonio netto delle società di gestione (0,8 per cento nel periodo 2000-07), l'1,1 per cento per le società di gestione controllate da banche italiane (0,9 per cento nel periodo 2000-07).*

Figura 16.1



(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolata come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. Per continuità con i dati del triennio 2000-02, sono escluse le commissioni a intermediari per la compravendita di titoli. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Figura 16.2



(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 gestioni patrimoniali*

Per la prima volta da quando il fenomeno è rilevato (dai primi anni novanta) la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è risultata negativa, con un deflusso di risorse pari a 26,4 miliardi. La consistenza delle attività gestite è scesa nel 2007 del 4,9 per cento, a 521 miliardi.

Anche il calo della raccolta delle gestioni patrimoniali, concentratosi nel quarto trimestre dell'anno, ha riflesso la riallocazione di portafoglio delle famiglie. Vi hanno inoltre contribuito i bassi rendimenti medi conseguiti dai servizi di gestione su base individuale, in una fase caratterizzata dal calo generalizzato delle quotazioni sulle principali borse internazionali.

Nel 2007 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta) è stato pressoché nullo (1,6 per cento nel 2006). Le gestioni patrimoniali hanno effettuato vendite nette di titoli per 28 miliardi, concentrate principalmente nel comparto dei fondi comuni, italiani ed esteri. Il peso dei fondi comuni nel portafoglio delle gestioni patrimoniali è sceso dal 40,8 al 36,9 per cento.

## *Le compagnie di assicurazione*

Nel 2007 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione si è ridotta del 7 per cento rispetto all'anno precedente, a 99,1 miliardi. Il risultato è interamente ascrivibile alla raccolta del ramo vita, scesa da 69,4 a 61,4 miliardi (-11,4 per cento); il forte calo dei premi relativi alle polizze vita rivalutabili (-17,3 per cento) e ai contratti di capitalizzazione (-50 per cento) è stato solo in parte compensato dalla crescita della raccolta delle polizze collegate a fondi di investimento o indici di mercato (6,1 per cento). Sul totale dei premi del ramo vita, il peso delle polizze unit e index-linked è salito di 7,8 punti percentuali, al 47,3 per cento. Si è nel contempo registrato un aumento delle richieste di riscatto anticipato da parte degli assicurati; esso ha riguardato in misura maggiore i contratti di capitalizzazione.

*Nel corso del 2007 la quota dei premi del ramo vita raccolti mediante sportelli bancari e postali ha subito un leggero calo (dal 59,5 al 58,4 per cento), a fronte dell'aumento di quella delle agenzie, dei broker e delle altre forme di vendita diretta (dal 32,2 al 33 per cento); è rimasta pressoché costante la quota dei promotori finanziari (8,6 per cento).*

*Da un'indagine condotta presso 458 banche risulta che nel 2007 circa 130 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante sportelli bancari. Poco più di un terzo degli accordi di distribuzione, cui fa capo circa il 30 per cento della raccolta totale, riguarda banche e assicurazioni appartenenti al medesimo gruppo; circa il 10 per cento è relativo a operatori legati da partecipazioni azionarie non di controllo, la parte rimanente fa capo a operatori non legati da partecipazioni azionarie rilevanti.*

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono diminuite dell'1,7 per cento, a 429 miliardi. Le riserve nel ramo vita sono scese del 3,7 per cento, quelle del ramo danni sono invece cresciute del 9,5 per cento.

Nel 2007 e nel primo quadrimestre del 2008 i corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono diminuiti del 14 per cento, in linea con il calo registrato dal complesso

delle compagnie assicurative dell'area dell'euro. Sull'andamento delle quotazioni hanno pesato i timori degli investitori riguardo a possibili svalutazioni degli attivi in seguito alla crisi dei mercati finanziari, nonché l'andamento negativo della raccolta premi del ramo vita.

*A partire dallo scorso anno, i prodotti assicurativi a elevato contenuto finanziario (quali le polizze unit e index-linked e i contratti di capitalizzazione) sono soggetti, al pari degli altri prodotti finanziari, alla regolamentazione della Consob in materia di trasparenza. Per questi prodotti la nuova normativa richiede, in aggiunta al prospetto informativo, la predisposizione di una scheda sintetica che presenti le principali caratteristiche del contratto (eventuali garanzie, costi, rischi finanziari), il valore di un indicatore dei costi complessivi (il costo percentuale medio annuo), scenari alternativi relativi al rendimento del capitale investito. I prodotti assicurativi tradizionali (quali le polizze vita rivalutabili) rimangono invece soggetti alla circolare in materia di trasparenza emanata dall'Isvap nel marzo del 2005 (cfr. il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali nella Relazione sull'anno 2004).*

## I fondi pensione

Nel 2007 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 10,8 per cento, a 41,3 miliardi (circa il 3 per cento del PIL), grazie soprattutto all'aumento delle attività dei fondi costituiti dopo la riforma del 1993 (3,1 miliardi; tav. 16.6).

Tavola 16.6

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2006				2007 (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>4.012</b>	<b>3.072</b>	<b>940</b>	<b>3.600</b>	<b>4.531</b>	<b>3.134</b>	<b>1.397</b>	<b>3.005</b>
<b>Portafoglio titoli</b>	<b>28.315</b>	<b>16.334</b>	<b>11.980</b>	<b>11.635</b>	<b>31.603</b>	<b>16.900</b>	<b>14.703</b>	<b>13.342</b>
Obbligazioni	17.418	9.759	7.659	8.405	20.050	10.269	9.782	9.973
Azioni	4.917	1.968	2.949	1.495	5.206	1.798	3.408	1.483
Quote di fondi comuni	5.980	4.607	1.372	1.735	6.347	4.833	1.513	1.886
<b>Mutui e altre attività finanziarie</b>	<b>2.282</b>	<b>2.332</b>	<b>-50</b>	<b>4.989</b>	<b>2.528</b>	<b>2.629</b>	<b>-101</b>	<b>4.635</b>
<b>Immobili</b>	<b>2.649</b>	<b>2.649</b>	<b>-</b>	<b>9.721</b>	<b>2.623</b>	<b>2.623</b>	<b>-</b>	<b>9.647</b>
<b>Totale attività</b>	<b>37.258</b>	<b>24.388</b>	<b>12.870</b>	<b>29.945</b>	<b>41.286</b>	<b>25.287</b>	<b>15.999</b>	<b>30.629</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*.

Il 1° gennaio 2007 è entrata in vigore, in anticipo rispetto ai tempi inizialmente previsti, la nuova disciplina della previdenza complementare (decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252). Dalla seconda metà del 2007 gli accantonamenti al trattamento di fine rapporto (TFR) vengono destinati, salvo una scelta in senso contrario da parte

del lavoratore, alla previdenza complementare. Sono state inoltre introdotte significative agevolazioni fiscali ed è stato rafforzato il quadro regolamentare (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2006).

*A partire dal gennaio del 2007 i lavoratori dipendenti del settore privato hanno avuto sei mesi di tempo (nel caso di nuovi assunti, sei mesi dalla data di assunzione) per decidere se mantenere in azienda il TFR maturando o farlo confluire in una forma di previdenza complementare (fondo negoziale, fondo aperto, polizze pensionistiche individuali). Nel caso in cui il lavoratore scelga di mantenere il TFR in azienda, questa può continuare ad accantonarlo, se ha meno di 50 dipendenti, altrimenti deve versarlo in un apposito fondo presso l'INPS (Fondo della Tesoreria). In assenza di una scelta esplicita da parte del lavoratore, la riforma prevede il conferimento del TFR maturando al comparto garantito della forma pensionistica di riferimento o, in assenza di questa, a un nuovo fondo previdenziale istituito presso l'INPS (FondInps), le cui gestioni mirano a conseguire rendimenti almeno pari a quelli che si otterrebbero con il TFR.*

*Sulla scelta di destinare il flusso di TFR a una forma pensionistica complementare incidono diversi fattori. Grazie all'investimento del risparmio in strumenti finanziari, i fondi pensione tendono a conseguire nel medio-lungo periodo rendimenti superiori a quelli del TFR, sebbene a fronte di maggiori rischi; nel caso di lavoratori dipendenti, i fondi pensione possono inoltre avvalersi del contributo del datore di lavoro. Sotto il profilo fiscale, la tassazione dei fondi pensione, pur coincidendo con quella del TFR nelle fasi della contribuzione e dell'accumulazione, è molto più favorevole nella fase delle prestazioni. D'altra parte, il TFR, oltre a presentare una variabilità assai bassa dei rendimenti, è del tutto privo di costi, mentre l'aderente a una forma pensionistica complementare deve sostenere una serie di oneri e spese che possono decurtare i vantaggi della pensione integrativa.*

Secondo dati forniti dalla Covip, nel corso del 2007 il numero complessivo dei lavoratori aderenti alle forme pensionistiche complementari è aumentato da 3,2 a 4,5 milioni (tav. 16.7). Il numero dei lavoratori che non ha espresso una scelta esplicita, per i quali la riforma prevede comunque l'adesione alla previdenza complementare, è risultato modesto. L'incremento ha interessato tutte le forme pensionistiche complementari. Alla fine dello scorso anno il 44 per cento del totale degli iscritti aderiva ai fondi pensione negoziali, il 26 per cento ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP), il 16 per cento ai fondi pensione aperti e il 14 ai fondi istituiti prima del 1993.

**Tavola 16.7**

<b>Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1)</b> (numero di unità e milioni di euro)						
	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	126	123	1.659.858	2.734.583	12.784	15.898
Fondi negoziali	42	42	1.219.372	1.988.639	9.257	11.599
Fondi aperti	84	81	440.486	745.944	3.527	4.299
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	448	433	649.519	650.000	24.388	25.287
Polizze pensionistiche individuali	–	72	876.000	1.133.147	4.546	5.805
<b>Totale</b>	–	<b>628</b>	<b>3.185.377</b>	<b>4.517.730</b>	<b>41.718</b>	<b>46.990</b>

Fonte: elaborazioni su dati Covip.  
(1) Sono esclusi Fondinps e i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. – (2) I dati relativi alle polizze pensionistiche individuali e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. – (3) Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati.

Nel corso del 2007 è risultato particolarmente significativo l'aumento delle adesioni per quelle categorie di lavoratori che in prospettiva avranno più bisogno di integrare le risorse derivanti dal pilastro pubblico, quali i giovani, le donne e i lavoratori autonomi. I loro tassi di adesione a forme pensionistiche complementari restano comunque limitati.

Nell'ambito dei fondi pensione negoziali, alcuni fondi di categoria presentano tassi di adesione molto elevati e comparabili a quelli dei paesi in cui la previdenza complementare è maggiormente sviluppata. La copertura della previdenza complementare rimane invece limitata nei settori caratterizzati dalla presenza di imprese di minore dimensione (ad esempio, l'edilizia e il commercio).

*Il rendimento e le commissioni.* – Secondo i dati forniti dalla Covip, nel 2007 il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari al 2,1 per cento per i fondi negoziali (3,8 nel 2006) e a -0,4 per cento per quelli aperti (2,4 nel 2006). Questi risultati hanno riflesso il calo delle quotazioni sulle principali borse internazionali, che ha inciso maggiormente sul rendimento dei fondi aperti, caratterizzati da un peso maggiore dei comparti azionari: alla fine del 2007 i titoli azionari costituivano circa un quarto del portafoglio dei fondi negoziali, poco meno della metà di quello dei fondi aperti. Sul divario tra i rendimenti delle due categorie di fondi hanno anche influito differenze negli oneri di gestione: rispetto ai fondi negoziali, quelli aperti sostengono maggiori costi di raccolta e non si avvalgono di eventuali contributi alle spese da parte dei datori di lavoro.

*Su lunghi periodi di accumulazione, differenze anche limitate negli oneri di gestione possono avere un impatto rilevante sul montante finale. Considerando un orizzonte di investimento di 30 anni, un livello di commissioni annue più elevato di 0,5 punti percentuali riduce il capitale finale di circa il 14 per cento. Sebbene la nuova disciplina abbia favorito la concorrenza tra le varie forme di previdenza complementare, rimangono ampie le differenze tra i rispettivi costi medi.*

Il mercato dei servizi di gestione delle attività dei fondi pensione risulta assai concentrato: secondo dati forniti dalla Mefop, alla fine dello scorso settembre le risorse dei fondi pensione negoziali erano affidate in gestione a 33 operatori; ai primi quattro afferiva quasi il 50 per cento delle risorse complessive.

*La disciplina italiana sui limiti agli investimenti dei fondi pensione è attualmente fondata sulla specificazione delle attività nelle quali il patrimonio del fondo può essere investito e sulla previsione di limiti massimi agli investimenti. Essa dovrà essere modificata a seguito dell'attuazione del decreto legislativo 6 febbraio 2007, n. 28, che ha recepito la direttiva CE 3 giugno 2003, n. 41. Quest'ultima stabilisce l'eliminazione o la graduale attenuazione di alcuni limiti quantitativi e la maggiore responsabilizzazione dei fondi nella gestione del patrimonio e nel controllo dei rischi. L'introduzione di tali modifiche dovrà essere accompagnata da un adeguamento degli assetti organizzativi degli operatori e da un rafforzamento del ruolo dell'Autorità di vigilanza.*

Nonostante le recenti modifiche alla governance delle forme di previdenza complementare apportate dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, rimangono aspetti di criticità relativi alla definizione dei ruoli e delle competenze degli organi di amministrazione e controllo e alla composizione dei conflitti di interesse.

*Con riferimento ai fondi pensione negoziali, la qualifica di responsabile, che ha compiti di supervisione dell'operato dell'organo esecutivo, può essere attribuita anche al direttore del fondo, dando luogo a possibili conflitti di interesse. D'altra parte, per quanto riguarda i fondi pensione aperti ad adesione collettiva, l'organismo di sorveglianza è di norma composto da due membri designati dai soggetti istitutori (banca, SGR, SIM o compagnia di assicurazione), mancando di rappresentatività rispetto agli iscritti.*

*Il mercato delle rendite vitalizie.* – Mediante l'acquisto di una rendita vitalizia il risparmiatore può convertire il capitale accumulato durante la vita attiva in un flusso regolare di pagamenti per gli anni del pensionamento, trasferendo alla compagnia di assicurazione il rischio connesso con l'incertezza sulla propria longevità. Il risparmiatore può acquistare una rendita vitalizia rivolgendosi direttamente a una compagnia di assicurazione oppure nell'ambito di apposite convenzioni stipulate con le assicurazioni dai fondi pensione. Sulla base delle norme attuali, al momento del pensionamento gli iscritti ai fondi pensione devono convertire, salvo eccezioni, almeno il 50 per cento del capitale maturato in una rendita vitalizia.

Le rendite vitalizie connesse con la previdenza complementare sono in Italia di entità limitata, poiché i nuovi fondi pensione non sono ancora entrati pienamente nella fase di erogazione delle prestazioni. Anche il mercato delle rendite vitalizie individuali è assai poco sviluppato. Scarsa è la domanda per tali strumenti dal momento che il pilastro pubblico a ripartizione ha finora garantito prestazioni pensionistiche relativamente generose. Un effetto di scoraggiamento può anche derivare dalla difficoltà di valutare la convenienza del prodotto che si acquista.

*Sul mercato italiano vengono offerte differenti tipologie di rendite vitalizie, con prestazioni tipicamente collegate al rendimento di una gestione separata di valori mobiliari. I prodotti si differenziano, tra l'altro: a) per le modalità con cui si versa il premio assicurativo (in più rate, ovvero in unica soluzione); b) per il momento in cui il trattamento inizia a essere erogato (subito dopo il versamento del premio o differito a un momento successivo); c) per la reversibilità del trattamento in caso di morte del beneficiario. Da un'indagine condotta presso 10 compagnie di assicurazione operanti sul mercato italiano risulta che, a fronte di un capitale iniziale di 100.000 euro, l'importo iniziale medio di una rendita rivalutabile per un uomo di 65 anni risulta pari a circa 480 euro mensili. Se si considerano i prodotti che offrono la reversibilità del trattamento, l'importo medio scende a circa 350 euro. La dispersione degli importi offerti dalle diverse compagnie incluse nell'indagine è relativamente contenuta.*