

17. LA GESTIONE DEL RISPARMIO E GLI INTERMEDIARI NON BANCARI

Nel 2008 il settore del risparmio gestito in Italia ha registrato un deflusso netto di risorse per 137 miliardi di euro, contro i 75 del 2007. Come nell'anno precedente, il fenomeno ha riguardato tutti i principali comparti: fondi comuni, gestioni patrimoniali e polizze vita (tav. 17.1). Le attività in gestione sono diminuite del 19 per cento, a 833 miliardi, anche a causa della caduta dei corsi azionari; in rapporto al PIL sono scese dal 66 al 53 per cento. Il peso del risparmio gestito dagli operatori del settore sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane si è ridotto, dal 27,5 al 24,3 per cento.

Tavola 17.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		Quote percentuali	
	2007	2008 (1)	2007	2008 (1)	2007	2008 (1)
Fondi comuni (2)	-50.537	-79.974	349.290	243.766	26,2	22,2
Assicurazioni (3)	-13.043	-10.725	423.735	400.520	31,7	36,4
Fondi pensione (4)	4.028	1.482	39.129	40.611	2,9	3,7
Gestioni patrimoniali	-24.239	-88.016	522.853	414.111	39,2	37,7
Totale	-83.791	-177.233	1.335.008	1.099.007	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	-74.709	-136.595	1.023.839	833.376	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>-4,8</i>	<i>-8,7</i>	<i>66,3</i>	<i>53,0</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. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di riassicurazione che hanno sede legale in altri paesi della UE. – (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.

Risultati finanziari negativi e l'aumento dell'avversione al rischio dei risparmiatori hanno determinato una significativa ricomposizione del risparmio delle famiglie italiane dai prodotti in gestione ad altre forme di investimento, tra cui i titoli direttamente emessi dal settore bancario. Vi ha contribuito una strategia di raccolta delle banche volta a orientare la clientela verso i propri prodotti.

Il deflusso di risparmio dai fondi comuni aperti, in atto da diversi anni, si è accentuato e ha interessato sia i fondi di diritto italiano sia quelli istituiti all'estero da intermediari italiani. La raccolta netta è risultata negativa anche tra i fondi monetari e tra quelli speculativi, che nel 2007 avevano registrato un afflusso di nuove risorse. È proseguita l'espansione dei fondi chiusi immobiliari.

Riscatti netti si sono registrati anche per le gestioni patrimoniali e per le polizze assicurative del ramo vita. Tra queste ultime, si sono ridotti i premi delle polizze unit e index-linked, mentre sono cresciuti quelli delle polizze rivalutabili.

Nel comparto del risparmio previdenziale, i fondi pensione hanno conseguito in media rendimenti negativi; le linee di investimento più esposte al mercato azionario hanno subito perdite rilevanti. Il patrimonio amministrato è cresciuto, pur in misura contenuta, grazie all'afflusso di nuove risorse.

Gli intermediari non bancari hanno risentito degli effetti della crisi finanziaria e del rapido peggioramento dell'attività economica. I risultati di bilancio sono stati influenzati dal ridimensionamento delle masse gestite, dalla caduta dei prezzi delle attività e dal deterioramento della qualità degli attivi. L'efficienza operativa, misurata dal rapporto tra costi e ricavi, è peggiorata o è rimasta invariata. La contrazione degli utili è stata marcata. Il grado di patrimonializzazione si è comunque mantenuto al di sopra dei requisiti prudenziali.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2008 il deflusso netto di risorse dai fondi comuni italiani si è accentuato rispetto all'anno precedente, passando da 51 a 80 miliardi; i riscatti netti sono cresciuti notevolmente anche tra i fondi istituiti all'estero da intermediari italiani (da 3 a 34 miliardi; tav. 17.2).

Tavola 17.2

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta (3)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Fondi aperti armonizzati	802	655	260.263	179.387	-51.664	-65.337
Azionari	309	232	50.427	21.938	-16.888	-12.031
Bilanciati	59	74	23.890	14.579	-7.308	-8.097
Obbligazionari	281	202	92.157	71.976	-29.260	-26.955
Monetari	37	35	71.068	56.978	2.128	-10.966
Flessibili	116	112	22.722	13.915	-336	-7.288
Fondi aperti non armonizzati	447	411	63.558	35.019	-1.314	-18.186
Fondi aperti speculativi	242	249	30.393	16.638	5.354	-6.335
di cui: <i>fondi di fondi</i>	220	217	28.392	15.081	4.837	-4.179
Altri tipi di fondi aperti	205	162	33.165	18.381	-6.668	-11.851
di cui: <i>fondi di fondi</i>	115	87	12.570	6.000	-5.392	-6.247
Totale fondi aperti	1.249	1.066	323.821	214.406	-52.978	-83.523
Fondi chiusi mobiliari (4)	98	116	3.973	4.894	296	11
di cui: <i>riservati</i>	86	100	3.478	4.598	547	158
Fondi chiusi immobiliari	172	229	21.496	24.466	2.145	3.538
di cui: <i>riservati</i>	143	201	13.961	17.474	1.974	3.727
Totale fondi chiusi	270	345	25.469	29.360	2.441	3.549
Totale	1.519	1.411	349.290	243.766	-50.537	-79.974
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (5)	784	785	200.947	139.690	-2.888	-33.861
di cui: <i>speculativi</i>	28	28	7.143	4.862	685	-814

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) Con riferimento ai fondi chiusi, la raccolta netta è calcolata come differenza tra gli impegni di sottoscrizione raccolti e gli eventuali rimborsi effettuati dalle SGR, risultanti dalle segnalazioni di vigilanza. – (4) Sono inclusi sette fondi *side pockets*. – (5) 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.

Alla fine del 2008 il patrimonio netto dei fondi comuni italiani e di quelli esteri facenti capo a gruppi italiani ammontava, rispettivamente, a 244 e 140 miliardi, in calo di circa il 30 per cento rispetto ai valori di un anno prima. La riduzione è stata maggiore per i fondi azionari (57 per cento) e per quelli speculativi (45 per cento), anche per effetto della perdita di valore delle attività in portafoglio. Il patrimonio netto dei fondi chiusi immobiliari è invece cresciuto del 14 per cento, a 24,5 miliardi, pari al 10 per cento del patrimonio complessivo dei fondi italiani.

Il consistente deflusso netto di risparmio dal settore dei fondi comuni è in larga parte riconducibile all'impatto della crisi finanziaria sulle scelte di investimento delle famiglie. L'andamento negativo dei mercati azionari e una maggiore avversione al rischio hanno indotto i risparmiatori a riscattare quote di fondi esposti al comparto azionario e a investire in attività meno rischiose. Allo stesso tempo, i rendimenti assai contenuti dei fondi obbligazionari e monetari hanno spinto i risparmiatori a preferire attività che offrivano rendimenti più elevati a fronte di un rischio comunque ritenuto contenuto (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). La politica di offerta delle banche, volta a potenziare la raccolta presso la clientela, ha fatto sì che il risparmio fuoriuscito dai fondi comuni sia stato quasi interamente investito in prodotti di origine bancaria, quali le obbligazioni e i depositi (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Nel 2008 è diminuita la quota della raccolta lorda del totale dei fondi aperti effettuata attraverso le reti bancarie, dal 79 al 76 per cento, a fronte di un aumento della quota della raccolta realizzata tramite le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio e altri canali di distribuzione.

Il settore dei fondi comuni ha registrato la concorrenza anche di altri prodotti del risparmio gestito, quali gli exchange traded funds (ETF), che presentano costi di gestione significativamente inferiori, e alcune tipologie di polizze assicurative che, pur avendo un minore grado di liquidità, offrono garanzie di rendimento o di restituzione del capitale investito. Il mercato degli ETF e degli altri fondi quotati alla borsa italiana ha continuato a crescere. Il numero di questi prodotti è aumentato nell'anno da 208 a 326; la loro capitalizzazione di borsa da 46 a 64 miliardi. Nel 2008 il valore delle contrattazioni ha raggiunto 48 miliardi (32 nel 2007).

Le difficoltà del settore dei fondi comuni italiani hanno anche origini strutturali e regolamentari. Nel rapporto redatto dal gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani – costituito su iniziativa della Banca d'Italia nel febbraio del 2008 – si individuavano tre fattori principali alla base della crisi dei fondi comuni: una struttura distributiva prevalentemente incentrata su banche e intermediari controllati da gruppi bancari, asimmetrie nella regolamentazione in materia di trasparenza rispetto ad altri prodotti finanziari e un regime di tassazione dei fondi comuni italiani meno favorevole rispetto a quello dei fondi esteri.

Nel rapporto si sottolinea la necessità di sviluppare reti distributive più diversificate e aperte a prodotti offerti da più società di investimento. Si individuano inoltre misure volte a valorizzare il ruolo dei consulenti indipendenti, al fine di migliorare la qualità dei servizi resi alla clientela.

Le asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza tra i fondi comuni e altri prodotti finanziari, quali le obbligazioni strutturate e le polizze vita, sono state sostanzialmente eliminate dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104. Questa, nell'ambito della normativa di recepimento della direttiva MiFID, stabilisce le linee di condotta che gli intermediari devono seguire nel collocamento di prodotti con un basso grado di liquidità al fine di fornire al cliente informazioni corrette sul valore di acquisto e di vendita del prodotto distribuito e sui costi sopportati dal sottoscrittore.

La crisi finanziaria ha riproposto il problema della fiscalità dei fondi comuni d'investimento. Il meccanismo di prelievo fiscale basato sul maturato ha infatti determinato l'accumularsi di un ingente risparmio di imposta in molti fondi azionari, a seguito delle cospicue minusvalenze registrate nel corso dell'anno. Tale "risparmio" rappresenta una posta illiquida dell'attivo, non produttiva di reddito, che limita l'efficiente gestione dei portafogli.

L'offerta di fondi. – Nel 2008 è proseguita in Italia la fase di contrazione dell'offerta di fondi aperti, soprattutto per effetto di operazioni di aggregazione tra alcune società del settore (cfr. il capitolo 18: *La struttura degli intermediari bancari e finanziari*). Il numero dei fondi aperti si è ridotto del 15 per cento; rispetto agli anni passati la contrazione ha interessato anche i fondi non armonizzati e si è accentuata per i fondi obbligazionari e azionari (tav. 17.2). Ha invece continuato a espandersi l'offerta di fondi chiusi, soprattutto immobiliari.

Negli ultimi anni l'offerta di fondi esteri commercializzati in Italia si è ampliata notevolmente, anche grazie alle recenti innovazioni normative. Vi ha contribuito la strategia degli intermediari italiani, volta a favorire il collocamento di fondi di società controllate insediate in altri paesi, dove è più favorevole la tassazione del reddito di impresa. Secondo dati della società Morningstar, tra il 2003 e il 2008 il numero dei fondi aperti acquistabili in Italia è cresciuto nel complesso di circa il 50 per cento; tra questi, si è ridotto il numero dei fondi offerti da società di gestione italiane (-19 per cento), mentre sono aumentati quelli di società domiciliate in altri paesi, facenti capo sia a gruppi italiani sia a gruppi esteri (rispettivamente 40 e 64 per cento).

Rispetto alle società estere, la gamma di offerta delle società di gestione italiane risulta meno ampia, in termini di varietà degli obiettivi di investimento dei singoli fondi. In particolare, nel 2008 le società di gestione italiane offrivano fondi appartenenti a 61 delle 147 categorie della classificazione Morningstar, un valore nettamente inferiore a quello relativo a società estere appartenenti a intermediari italiani (90) e a società francesi, tedesche e inglesi (rispettivamente 95, 81 e 80).

La dimensione media dei fondi aperti è diminuita da 259 a 201 milioni di euro, nonostante il processo di ristrutturazione dell'offerta, volto alla chiusura o all'accorpamento di fondi con dimensione non efficiente.

I rendimenti e le commissioni. – Nel 2008 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato negativo, risentendo del calo delle quotazioni azionarie sui principali mercati internazionali. Il valore dell'indice generale si è ridotto del 9,0 per cento, un valore prossimo a quelli registrati nel biennio 2001-02, durante la precedente crisi dei mercati azionari (tav. 17.4). I valori delle quote sono calati in misura marcata tra i fondi azionari, bilanciati e flessibili (rispettivamente del 35,9, 13,6 e 9,1 per cento); rendimenti positivi, sebbene contenuti rispetto a quelli di investimenti comparabili, sono stati invece rilevati nei comparti obbligazionario e monetario (2,0 e 2,3 per cento, rispettivamente).

Le commissioni totali (di gestione, di incentivo, alla banca depositaria, di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che ricadono sui sottoscrittori – sono diminuite da 3,8 a 2,6 miliardi. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è rimasta sostanzialmente stabile, all'1,7 per cento, interrompendo la tendenza al ribasso degli ultimi anni (fig. 17.1). Il calo delle commissioni di incentivazione (dallo 0,05 allo 0,02) è stato bilanciato dall'aumento delle commissioni di gestione (dall'1,07 all'1,12); sono rimaste stabili le altre tipologie. Secondo dati di Borsa Italiana, alla fine dello scorso aprile le commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di ETF erano in media pari allo 0,43 per cento del patrimonio netto del fondo.

Tavola 17.4

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
2008	-9,0	-35,9	-13,6	2,0	-46,1	-37,7	5,5	2,0	4,0	17,0

(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.

Per i fondi azionari, bilanciati e obbligazionari l'incidenza delle commissioni totali medie sul patrimonio è rimasta pressoché invariata, rispettivamente al 2,41, 1,74 e 1,17 per cento; è invece aumentata per i fondi flessibili e monetari, rispettivamente all'1,75 e allo 0,66 per cento (1,61 e 0,56 nel 2007).

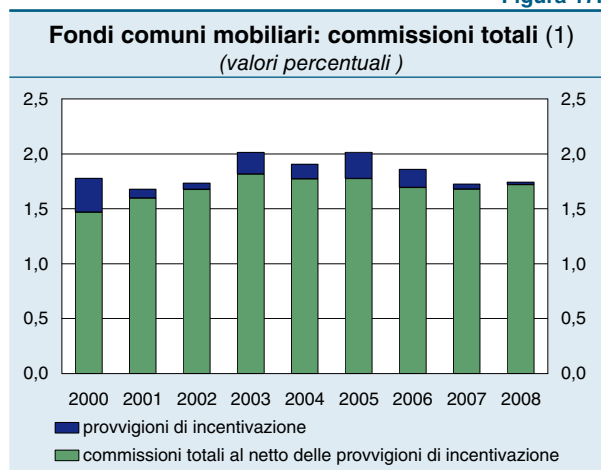
I fondi immobiliari destinati al pubblico. – Alla fine del 2008 in Italia erano presenti 28 fondi immobiliari destinati al pubblico, che amministravano un patrimonio di circa 7 miliardi, pari al 29 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi immobiliari italiani. L'indice di capitalizzazione del settore, relativo ai 22 fondi quotati in borsa, ha subito una marcata flessione dalla seconda metà del 2007, a seguito anche della crisi dei mercati finanziari (fig. 17.2).

I fondi immobiliari al dettaglio quotati in borsa presentano volumi di scambi ridotti. Ciò potrebbe rendere particolarmente penalizzante per il sottoscrittore la liquidazione delle quote in determinate condizioni di mercato.

Il prezzo di mercato delle quote dei fondi immobiliari risulta notevolmente scontato rispetto al valore delle quote calcolato in base al patrimonio netto contabile. Un'analisi condotta sui fondi immobiliari quotati indica che nel corso del 2008 tale sconto è aumentato notevolmente: alla fine dello scorso anno esso era pari al 48 per cento del valore contabile, contro una media del 27 per cento tra il 2003 e il 2008. Esso tende ad aumentare nelle fasi negative dei mercati azionari, al crescere dell'indebitamento del fondo e al ridursi del volume degli scambi.

I rischi dei fondi immobiliari al dettaglio possono essere amplificati dal ricorso alla leva finanziaria, in media non elevata (pari a 1,4). Tali fondi fanno un uso limitato di finanziamenti a breve o aventi clausole che ne impongono il rimborso anticipato al deteriorarsi di determinati indicatori di equilibrio finanziario (*covenants*). In particolare, alla fine del 2008 solo 2 fondi su 28 (aventi patrimonio netto complessivo inferiore al 10 per cento del totale) risultavano aver fatto ricorso a finanziamenti a breve, nessuno a finanziamenti con clausole di rimborso anticipato. Tuttavia, in mancanza di un'adeguata programmazione degli smobilizzi, gli obblighi di rimborso delle quote alla scadenza dei fondi possono generare situazioni di difficoltà (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

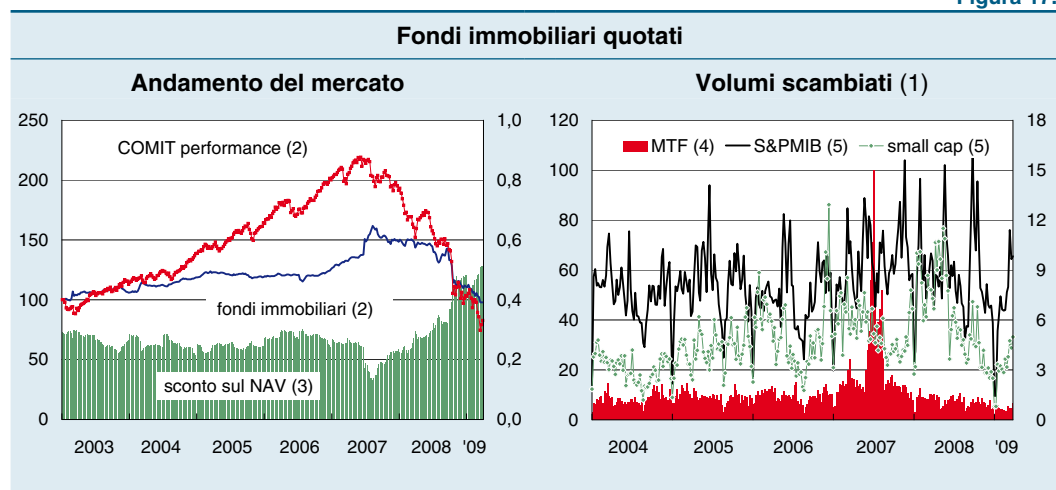
Figura 17.1



(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 ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Al fine di misurare gli effetti di un calo dei prezzi degli immobili sull'andamento di lungo periodo dei fondi immobiliari al dettaglio è stato condotto un esercizio di simulazione (*stress test*), volto a stimare l'ipotetica svalutazione dell'attivo immobiliare che annullerebbe il rendimento ottenuto dai sottoscrittori dei fondi. Quest'ultimo è definito come la differenza tra il valore contabile del fondo a fine 2008 (incrementato dalle somme distribuite nel tempo dai fondi a titolo di dividendo o di rimborso quote) e il valore delle quote sottoscritte in sede di collocamento. Per 6 fondi su 28 (pari al 13 per cento del totale del patrimonio netto del comparto) una ipotetica flessione dei prezzi degli immobili del 10 per cento eroderebbe interamente tale rendimento. I risultati della simulazione assumono che la durata dell'investimento coincida con la vita del fondo e non tengono conto né di possibili errori di stima delle valutazioni degli immobili, né del reinvestimento dei dividendi.

Figura 17.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Rapporto tra volumi scambiati settimanalmente e capitalizzazione di mercato. – (2) Confronto tra l'andamento degli indici di capitalizzazione dei fondi immobiliari e del mercato azionario italiano (Comit performance). L'indice dei fondi immobiliari è stato calcolato utilizzando le quotazioni sul segmento MTF di Borsa Italiana, le capitalizzazioni, i dividendi e i rimborsi di quota (scala di sinistra). – (3) Media, ponderata con la capitalizzazione, dello sconto del prezzo di borsa dei fondi rispetto al valore contabile (scala di destra). – (4) Fondi immobiliari quotati sull'MTF (scala di destra). – (5) Società italiane quotate appartenenti all'indice S&PMIB e società a bassa capitalizzazione (scala di sinistra).

I fondi immobiliari destinati al pubblico presentano caratteristiche di rischiosità inferiori rispetto ai fondi immobiliari riservati e speculativi. Questi ultimi sono infatti caratterizzati da una leva finanziaria più elevata (rispettivamente 1,67 e 3,36), da minori vincoli alla diversificazione del portafoglio e dall'utilizzo di prestiti con clausole di rimborso anticipato.

I fondi mobiliari aperti speculativi. – Alla fine del 2008 il patrimonio netto dei fondi mobiliari speculativi italiani (hedge fund) era pari a 16,6 miliardi, il 6,8 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni italiani.

Per effetto delle ingenti richieste di rimborso da parte degli investitori, nell'ultimo trimestre del 2008 i fondi speculativi italiani, al pari di quelli internazionali, hanno sofferto gravi problemi di liquidità. In particolare, i fondi di fondi speculativi hanno risentito dei vincoli al rimborso imposti dai gestori dei fondi detenuti in portafoglio (fondi *target*). Per far fronte a questa situazione negli ultimi mesi dello scorso anno è stato consentito anche ai gestori italiani di adottare misure volte a graduare nel tempo i flussi di riscatto (*gates*) o a trasferire le attività illiquide in fondi chiusi appositamente costituiti (*side pockets*; cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

I fondi mobiliari speculativi italiani presentano alcune specificità rispetto al modello tipico dei fondi hedge: la soglia di accesso risulta particolarmente elevata (500.000 euro); la normativa prevede la presenza di una banca depositaria con responsabilità di verifica della legittimità dell'operato del gestore e della correttezza del valore della quota, in analogia con quanto previsto per i fondi comuni in generale; infine, oltre il 90 per cento dei fondi è costituito da strumenti che investono in quote di altri fondi (fondi di fondi), che risultano in genere diversificati in relazione alla varietà delle strategie operative adottate dai singoli fondi target. I fondi di fondi pongono problemi di trasparenza che richiedono chiarezza in materia di strategie adottate, di criteri di due diligence e di scelta dei fondi target. I fondi di fondi hanno una bassa leva finanziaria (circa 1,1), anche se la leva implicita, calcolata a livello di fondi target, può risultare elevata.

I principali fondi italiani presentavano nell'ottobre del 2008 tempi di rimborso delle quote dei fondi target pari in media a 97 giorni. Uno stress test condotto in tale data ha evidenziato che il numero di fondi con problemi di rimborso sarebbe stato contenuto (circa l'8 per cento del totale) nell'ipotesi vi fossero state richieste di riscatto non superiori al 30 per cento del patrimonio, mentre sarebbe aumentato rapidamente per richieste di riscatto superiori a tale soglia.

Le gestioni patrimoniali

Nel 2008 le gestioni patrimoniali hanno registrato riscatti netti per 88 miliardi, a fronte di 24 nel 2007. Il controvalore complessivo delle attività gestite è sceso del 21 per cento, a 414 miliardi. Il forte deflusso netto di risorse ha riguardato le attività gestite sia dalle banche sia dalle SGR.

La raccolta netta del settore ha risentito, al pari degli altri comparti del risparmio gestito, di risultati finanziari deludenti. Nel 2008 il rendimento, misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, è risultato negativo (-4,0 per cento); era stato pressoché nullo nel 2007. Le perdite sono state più contenute rispetto a quelle conseguite dai fondi comuni a causa della bassa incidenza delle azioni nel portafoglio.

A fronte dei cospicui deflussi di risorse, le gestioni patrimoniali hanno effettuato vendite nette per 78 miliardi. Gli smobilizzi sono stati maggiori per le quote di fondi comuni, sia italiani sia esteri. Nel corso del 2008 il peso delle quote dei fondi comuni

nel portafoglio è sceso sensibilmente, dal 36,8 al 25,3 per cento, a vantaggio di quello dei titoli obbligazionari, salito dal 51,3 al 62,5 per cento. È rimasta invece pressoché invariata la quota di azioni, al 12,0 per cento.

Le compagnie di assicurazione

Nel 2008 la raccolta lorda delle compagnie di assicurazione è diminuita del 7,2 per cento, come nell'anno precedente. I premi si sono ridotti dell'11,2 per cento nel comparto vita e dello 0,6 nel danni. Tra i prodotti del ramo vita sono rimaste elevate le richieste di riscatto anticipato da parte degli assicurati: al netto di oneri per sinistri e rimborsi, la raccolta è risultata negativa per 10,5 miliardi (-12,8 nel 2007).

A seguito dell'andamento negativo dei mercati azionari, la riduzione dei premi vita si è concentrata tra i prodotti per i quali i sottoscrittori sopportano un maggiore rischio di investimento, quali le polizze unit e index-linked. Hanno invece ripreso a crescere i premi dei prodotti tradizionali, che offrono più estese garanzie di rendimento. Il peso di questi ultimi sul totale dei premi del ramo vita è aumentato notevolmente, dal 44 al 57 per cento.

Nel corso del 2008 la quota dei premi del ramo vita afferenti agli sportelli bancari e postali è scesa dal 58,4 al 53,7 per cento, a fronte di un aumento della quota delle agenzie, dei broker e delle altre forme di vendita diretta (dal 33,0 al 36,2 per cento) e di quella dei promotori finanziari (dall'8,6 al 10,1 per cento).

Da un'indagine condotta presso 571 banche risulta che nel 2008 circa 128 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante sportelli bancari. La quota dei premi raccolti nell'ambito di accordi tra intermediari appartenenti al medesimo gruppo si è ridotta, rispetto al 2007, di 5 punti percentuali, al 32 per cento. Circa il 20 per cento dei prodotti è stato introdotto nel corso del 2008; di questi, il 40 per cento sono polizze rivalutabili (15 nel 2007), il 50 polizze unit e index-linked (80 nel 2007), il resto appartiene ad altre tipologie.

La rilevanza del canale bancario nella distribuzione dei prodotti assicurativi varia in misura considerevole tra i paesi europei. In particolare, le banche intermediano gran parte della raccolta complessiva in Francia e Spagna, mentre svolgono un ruolo minoritario in Germania e nei Paesi Bassi. Anche nel Regno Unito la raccolta effettuata mediante la rete bancaria ha un peso contenuto e la distribuzione è affidata principalmente ai broker.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono diminuite del 5,5 per cento, a 401 miliardi. La riduzione è interamente dovuta al ramo vita, soprattutto per effetto del deprezzamento delle attività investite nei mercati azionari; sono rimaste pressoché costanti le riserve del ramo danni.

Tra l'inizio del 2008 e la fine dello scorso aprile i titoli azionari delle compagnie di assicurazione italiane si sono deprezzati del 48 per cento, contro il 54 del complesso delle compagnie dell'area dell'euro. I maggiori cali si sono registrati nella parte finale dello scorso anno, in concomitanza con l'acuirsi della crisi finanziaria, e nei primi tre mesi del 2009. Le perdite di valore dei titoli assicurativi sono in parte ascrivibili alla minore redditività della gestione tecnica, dovuta essenzialmente al calo della raccolta. Per il ramo vita, dove è maggiore l'incidenza dei proventi finanziari, le quotazioni hanno risentito anche delle minusvalenze derivanti dall'investimento nei mercati azionari e del credito.

I fondi pensione

Nel 2008 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 3,8 per cento, a 41 miliardi, grazie a un incremento del 18 per cento del patrimonio amministrato dai fondi istituiti dopo la riforma del 1993 (tav. 17.5). Le attività dei fondi pensione rappresentano in Italia circa il 3 per cento del PIL. Nel confronto internazionale lo sviluppo della previdenza complementare italiana rimane limitato.

Tavola 17.5

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2007				2008 (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)		
Liquidità	3.925	2.528	1.397	2.294	4.299	2.980	1.319	2.689
Portafoglio titoli	30.220	15.517	14.703	14.117	31.025	13.693	17.332	13.443
Obbligazioni	19.322	9.540	9.782	9.577	21.895	9.223	12.672	9.228
Azioni	5.053	1.645	3.408	1.565	4.326	1.250	3.076	1.240
Quote di fondi comuni	5.845	4.332	1.513	2.975	4.804	3.220	1.584	2.975
Mutui e altre attività finanziarie	2.342	2.443	-101	5.515	2.663	2.455	208	7.784
Immobili	2.642	2.642	-	9.515	2.623	2.623	-	9.364
Totale attività	39.129	23.130	15.999	31.441	40.611	21.751	18.860	33.280

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

Lo scorso anno il numero dei lavoratori aderenti al complesso delle forme pensionistiche complementari è aumentato del 6,5 per cento, a 4,9 milioni (tav. 17.6). L'incremento degli iscritti per i fondi pensione negoziali e per quelli aperti è stato rispettivamente pari al 3,6 e al 6,4 per cento; un valore più elevato si è invece registrato per i piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (15,8 per cento). Gli indicatori di crescita del settore non possono essere immediatamente confrontati con quelli degli anni precedenti, poiché il 2008 è il primo anno dopo la riforma del settore, che ha modificato in misura significativa le regole di adesione alla previdenza complementare (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2007).

Nel corso del 2008 la quota degli iscritti ai piani pensionistici individuali sul totale degli aderenti alla previdenza complementare è salita dal 25 al 27 per cento, a svantaggio di quelle relative ai fondi pensione negoziali e ai fondi istituiti prima del 1993, scese di circa un punto percentuale, rispettivamente al 43 e al 14 per cento; è rimasta pressoché invariata la quota degli iscritti ai fondi pensione aperti (16 per cento).

Utilizzando i dati dell'indagine Invind della Banca d'Italia, si può stimare che tra le imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti la quota di lavoratori aderenti alla previdenza complementare sul totale degli occupati fosse pari, alla fine del 2008, al 37 per cento. Il flusso di TFR destinato alla previdenza complementare è risultato nel 2008 pari al 2,3 per cento della massa salariale lorda. Il tasso di adesione medio appare significativamente inferiore alla media complessiva tra le imprese con meno di 50 dipendenti (19 per cento), quelle insediate nel Mezzogiorno (22 per cento) e quelle del settore dei servizi (31 per cento). È presumibile che nelle imprese industriali di grandi dimensioni la partecipazione risenta positivamente del ruolo svolto dalle rappresentanze sindacali nell'informare i potenziali aderenti e della presenza di fondi negoziali di consolidata tradizione.

Tavola 17.6

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2007	2008 (4)	2007	2008 (4)	2007	2008 (4)
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	123	122	2.743.316	2.862.985	15.898	18.758
Fondi negoziali	42	41	1.996.052	2.067.801	11.599	14.095
Fondi aperti	81	81	747.264	795.184	4.299	4.663
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	433	411	680.673	678.000	23.130	21.750
Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP)	72	75	1.136.102	1.315.983	5.790	6.640
Totale	628	608	4.560.091	4.856.968	44.818	47.148

Fonte: elaborazioni su dati Covip.
 (1) È escluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. Il numero dei fondi e il totale delle attività non includono i dati relativi a FondInps. – (2) I dati relativi ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al D.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. – (3) Al lordo di possibili duplicazioni. Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati. – (4) Dati provvisori.

Nel 2008 i risultati finanziari dei fondi pensione sono stati in media negativi, risentendo dell'andamento delle quotazioni sui principali mercati azionari. Secondo i dati forniti dalla Covip, il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari a -6,3 per cento per i fondi negoziali (2,1 nel 2007) e a -14,0 per quelli aperti (-0,4 nel 2007). I risultati inferiori conseguiti dai fondi aperti rispetto a quelli negoziali sono ascrivibili in larga parte alla maggiore incidenza di azioni nel portafoglio.

Tra le diverse linee di investimento offerte agli iscritti dai fondi pensione, quelle in cui prevalgono i titoli azionari hanno conseguito i rendimenti peggiori, pari in media a -24,5 per cento per i fondi negoziali e -27,6 per i fondi aperti; migliori, ma comunque negativi, sono stati quelli delle altre linee bilanciate. I risultati sono stati invece positivi, anche se modesti, per le linee garantite e per quelle che investono esclusivamente in strumenti monetari o in titoli di debito.

La crisi dei mercati finanziari si è riflessa anche sui rendimenti dei fondi pensione degli altri paesi: tra gennaio e ottobre dell'anno passato il valore delle attività detenute dai fondi pensione dei paesi dell'OCSE si è ridotto complessivamente di circa il 19 per cento.

I fondi pensione italiani di nuova istituzione hanno iniziato a operare alla fine degli anni novanta, una fase caratterizzata da quotazioni dei mercati azionari storicamente elevate. Nei primi dieci anni di operatività i risultati della gestione finanziaria hanno risentito dei forti ribassi dei valori di borsa occorsi nel periodo 2001-03 e poi, più recentemente, dell'avvio della crisi finanziaria nell'estate del 2007. Sulla base di dati di fonte Covip, tra il 1999 e il 2008 il rendimento medio annuo dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari al 2,6 per cento per i fondi negoziali e all'1,2 per i fondi aperti; nello stesso periodo, il TFR si è rivalutato in media, al netto dell'imposta sostitutiva introdotta nel 2001, del 2,9 per cento all'anno. Per una valutazione complessiva occorre

tenere conto di altri aspetti, tra cui quello fiscale, in quanto la tassazione dei fondi pensione è molto più favorevole di quella del TFR nella fase di erogazione delle prestazioni.

Le perdite registrate dai fondi pensione si sono riflesse in una riduzione significativa del valore della ricchezza previdenziale dei lavoratori. Gli effetti potrebbero essere particolarmente rilevanti per i lavoratori prossimi all'età del pensionamento, che hanno minori opportunità di reintegrare il capitale aumentando le contribuzioni future o avvantaggiandosi di eventuali rialzi dei valori di mercato.

I risultati negativi di molte linee di investimento non hanno avuto un impatto rilevante né sulle scelte degli aderenti relative al profilo di rischio dell'investimento né sulle scelte di portafoglio dei gestori.

Un'indagine campionaria sulla previdenza complementare effettuata nel giugno del 2008 su iniziativa del CNEL e della Mefop indica che gli aderenti ai fondi pensione sono mediamente più informati riguardo alle tematiche previdenziali rispetto a coloro che hanno scelto di non aderire; hanno un maggior grado di istruzione e migliori conoscenze nelle materie finanziarie; hanno in media un'età più elevata. Gli aderenti mostrano inoltre di avere una propensione al rischio finanziario mediamente maggiore, pur preferendo linee di investimento relativamente sicure. La crisi finanziaria risultava avere avuto, al momento in cui era stata effettuata l'indagine, un impatto limitato sia sulle scelte di investimento degli aderenti sia sul grado di fiducia nei confronti del proprio fondo pensione, in particolare per i lavoratori con un livello di istruzione più elevato.

L'adesione alla previdenza complementare richiede ai lavoratori di farsi carico di scelte finanziarie complesse, quali il livello della contribuzione al fondo e il profilo di rischio dell'investimento. Scelte non coerenti con l'orizzonte temporale dell'investimento possono ridurre in misura significativa il reddito disponibile negli anni del pensionamento. È quindi importante fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, offrendo anche – possibilmente come opzione di default – prodotti di risparmio che riducono in modo automatico il livello di rischio del portafoglio all'avvicinarsi del momento del pensionamento (cosiddetti fondi *life-cycle*).

Un'analisi delle determinanti delle scelte di portafoglio degli aderenti a un fondo pensione negoziata di una banca italiana di media grandezza per il periodo 2001-08 mostra che molti lavoratori, avvicinandosi all'età del pensionamento, si spostano verso comparti con profili di rischio inferiori, un comportamento coerente con i più recenti modelli di scelte di portafoglio. Una quota significativa degli aderenti ha tuttavia continuato a investire in comparti relativamente rischiosi, non modificando nel corso del tempo la linea di investimento prescelta.

Redditività, patrimonio e rischi degli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio (SGR). – I conti economici delle SGR hanno risentito dell'andamento negativo dei mercati, soprattutto nel comparto dei fondi aperti. L'utile è sceso da 823 a 563 milioni (-31,6 per cento), per effetto del calo del margine lordo della gestione caratteristica (da 2.204 a 1.805 milioni). La flessione dei costi operativi, che riflette gli effetti di operazioni di razionalizzazione delle strutture societarie (in particolare, a seguito della fusione tra SGR speculative e tradizionali), è stata del 2,7 per cento e ha compensato in modo marginale il calo dei ricavi (tav. 17.7). Il ROE, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, è risultato pari al 26,7 per cento, contro il 42,3 per cento nel 2007.

SGR: dati di conto economico (consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)					
VOCI	2007		2008		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	6.594	299,2	4.714	261,2	-28,5
Commissioni passive	4.390	199,2	2.909	161,2	-33,7
Margine lordo della gestione caratteristica (2)	2.204	100,0	1.805	100,0	-18,1
Spese amministrative	1.289	58,5	1.227	68,0	-4,8
<i>di cui: per il personale</i>	638	28,9	607	33,6	-4,9
Altri oneri di gestione	37	1,7	29	1,6	-21,6
Totale costi operativi (3)	1.379	62,6	1.342	74,3	-2,7
Altri proventi di gestione	147	6,7	157	8,7	6,8
Risultato della gestione caratteristica	972	44,1	620	34,3	-36,2
Risultato della gestione finanziaria	307	13,9	211	11,7	-31,3
Risultato delle attività ordinarie	1.279	58,0	831	46,0	-35,0
Imposte	456	20,7	268	14,8	-41,2
Utile netto (perdita) di esercizio	823	37,3	563	31,2	-31,6

Fonte: Segnalazioni statistiche di vigilanza.
 (1) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (2) Attività di gestione su base individuale e collettiva. – (3) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

Le società che gestiscono fondi chiusi immobiliari e mobiliari hanno registrato un incremento dell'utile netto (rispettivamente, del 41,1 e del 47,5 per cento). Quelle operative nella gestione di fondi aperti e di mandati individuali hanno subito una riduzione dell'utile di esercizio del 40,3 per cento, a causa di una contrazione delle commissioni attive (cfr. il paragrafo: I fondi comuni di investimento).

Circa un terzo degli intermediari ha chiuso in perdita l'esercizio 2008; di questi, oltre il 60 per cento sono società di recente costituzione o in fase di uscita dal mercato.

Il rapporto fra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale delle SGR si è attestato alla fine del 2008 a 4,78 (4,08 nel 2007): il miglioramento è dovuto sia all'aumento del patrimonio di vigilanza, grazie alla realizzazione di operazioni straordinarie intragruppo, sia alla riduzione del requisito patrimoniale, a causa della contrazione dei volumi operativi.

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – La crisi dei mercati finanziari ha determinato un rallentamento dell'operatività delle SIM e un significativo peggioramento dei risultati economici. In particolare, il risultato netto si è fortemente ridimensionato, con un utile che è sceso da 174 a 42 milioni; il ROE, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, è calato dal 20,5 al 4,3 per cento. Quasi la metà delle società operative ha chiuso il bilancio in perdita.

Il peggioramento della capacità di generare reddito degli intermediari ha riflesso i risultati negativi dell'area dei servizi alla clientela, dove i ricavi sono scesi del 40 per cento; particolarmente penalizzato è risultato il collocamento di prodotti finanziari, i cui ricavi si sono pressoché dimezzati. Per quanto riguarda la gestione del portafoglio, che comprende la negoziazione in conto proprio, il risultato è invece aumentato del 24 per cento.

I costi operativi sono scesi del 9 per cento, anche grazie a una marcata contrazione delle spese per il personale (-17 per cento). Il rapporto fra i costi operativi e i ricavi è comunque aumentato dal 62 all'87 per cento.

Gli effetti della crisi sono proseguiti nel primo trimestre del 2009, inducendo alcuni intermediari (circa una decina) ad avviare, con modalità diverse, il processo di uscita dal mercato.

Alla fine del 2008 il patrimonio di vigilanza delle SIM, costituito pressoché integralmente da elementi di qualità primaria (capitale sociale e riserve), è lievemente diminuito, a causa delle perdite di esercizio. I requisiti patrimoniali sono aumentati del 14 per cento, essenzialmente per effetto dell'introduzione, all'inizio dell'anno, del requisito per il rischio operativo. Il rapporto fra l'aggregato patrimoniale e il requisito complessivo si è ridotto a 4,24 da 4,97 nel 2007.

Per le SIM di negoziazione, la copertura patrimoniale richiesta a fronte del rischio operativo è pari a circa la metà di quella complessiva; di ammontare più contenuto sono i requisiti per i rischi di mercato (23 per cento) e di credito (18 per cento).

Le società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Nel 2008 i finanziamenti erogati dagli intermediari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario sono diminuiti del 4,5 per cento. La flessione è stata più pronunciata per quelli appartenenti a gruppi bancari esteri (-8,6 per cento) rispetto a quelli italiani (-1,2 per cento).

Il risultato netto è stato pari a 1,1 miliardi di euro, registrando una flessione del 28,5 per cento rispetto al 2007. Esso è peggiorato in particolare nel comparto del leasing (-43,7 per cento) e in quello del credito al consumo (-29,2 per cento), in gran parte in relazione a perdite su crediti. Nel settore del factoring il risultato netto è rimasto pressoché invariato (0,4 per cento).

Il mercato del factoring ha dimensioni rilevanti: in termini di flussi annui di nuovi crediti, esso rappresenta circa il 9 per cento del PIL. Tale attività è esercitata quasi esclusivamente da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale. Nel 2008 il flusso di crediti acquistati è aumentato del 7,7 per cento rispetto al 2007, confermando il ruolo di sostegno all'economia tipicamente svolto da questo settore anche nelle fasi di debolezza del ciclo.

Per l'insieme delle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, la crescita del margine di intermediazione (21,2 per cento) non ha compensato l'incremento delle perdite nette su crediti (58,3 per cento). Queste ultime rappresentano il 47,9 per cento del margine di interesse.

Nel 2008 hanno chiuso in perdita 39 società finanziarie iscritte nell'elenco speciale (erano state 26 nel 2007); la maggior parte di questi intermediari (18 società) è specializzata nel credito al consumo o nella emissione e gestione di carte di credito.

La qualità del credito degli intermediari iscritti nell'elenco speciale presenta segni di deterioramento: l'incidenza sul totale dei crediti delle posizioni classificate in sofferenza è passata dal 2,7 al 2,8 per cento. Tale tendenza risulta confermata dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi: le sofferenze rettifiche e gli sconfinamenti sono aumentati rispettivamente di 0,8 e 0,3 punti percentuali in rapporto agli impieghi censiti (tav. 17.8).

Società finanziarie: qualità del credito (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)							
ANNI	Sofferenze	Impieghi	Sofferenze / Impieghi	Centrale dei rischi (1)			
				Sofferenze rettificate (2)	Sconfinamenti (3)	Sofferenze rettificate/ Impieghi CR	Sconfinamenti/ Impieghi CR
2006	3.813	137.752	2,8	2.688	1.330	3,3	1,6
2007	4.459	163.704	2,7	2.891	1.274	3,0	1,3
2008	5.798	204.844	2,8	3.843	1.660	3,8	1,6

Fonte: Segnalazioni statistiche di vigilanza e Centrale dei rischi.
 (1) Alla Centrale dei rischi (CR) partecipano tutti gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale che erogano finanziamenti in via esclusiva o prevalente a esclusione delle società per le quali l'attività di credito al consumo superi il 50 per cento delle attività. Dai dati della presente tabella sono stati esclusi gli intermediari che esercitano l'attività di gestione di partite anomale e le società veicolo in operazioni di cartolarizzazione. – (2) Cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate. – (3) Per "sconfinamenti" si intende la differenza tra l'utilizzato di una linea di credito e il relativo accordato operativo (quest'ultimo costituisce l'ammontare del fido utilizzabile dal cliente in quanto riveniente da un contratto perfetto ed efficace).

Per le società finanziarie specializzate nel credito al consumo, l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è pari al 4,5 per cento, con un incremento di quasi un punto percentuale rispetto al 2007. Per quelle specializzate nel leasing, tale rapporto è cresciuto in misura inferiore (0,2 punti percentuali), mentre la consistenza delle sofferenze rettificate, in rapporto agli impieghi, ha registrato un incremento di 0,5 punti percentuali. Il settore del factoring, grazie alla sostenuta espansione degli impieghi e alla sostanziale stabilità delle partite anomale, ha evidenziato una riduzione dell'incidenza delle sofferenze e delle sofferenze rettificate sugli impieghi (rispettivamente -0,2 e -0,7 punti percentuali).

Alla fine del 2008 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 17,7 miliardi di euro, in crescita del 17,0 per cento rispetto al 2007, grazie a operazioni di aumento di capitale e alla destinazione a riserva di gran parte (63,2 per cento) dell'utile dell'esercizio 2008. L'aumento è stato favorito dalla nuova disciplina prudenziale (cosiddetta vigilanza equivalente) che dal 1° gennaio 2008 prevede, tra l'altro, requisiti patrimoniali specifici a fronte dei rischi di credito, di controparte, di mercato, di cambio e operativi. Per le società di leasing, di factoring e di credito al consumo il rapporto tra patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio di credito (solvency) era pari all'8,5 per cento, in aumento su base annua di 0,9 punti percentuali.

Al fine di analizzare l'effetto di un possibile ulteriore deterioramento della qualità dell'attivo nel settore del credito al consumo è stato realizzato un esercizio di simulazione (stress test) su 40 società, con un peso di tale forma tecnica nell'attivo di almeno il 40 per cento. Esse rappresentano complessivamente circa il 50 per cento del mercato del credito al consumo. La simulazione è stata realizzata ipotizzando un dimezzamento degli utili per gli intermediari con bilancio in attivo e un raddoppio delle perdite per quelli in passivo; è stato inoltre ipotizzato un raddoppio delle sofferenze del portafoglio crediti verso la clientela. Il test ha mostrato che 13 delle 27 finanziarie in attivo a fine 2008 registrerebbero utili negativi a fronte dello scenario considerato. Il numero delle società che presentano una deficienza patrimoniale rispetto al patrimonio di base (tier 1) passerebbe inoltre dalle attuali 4 a 18, con una incidenza sul patrimonio complessivo delle finanziarie iscritte nell'elenco speciale di circa il 7 per cento; 11 di tali intermediari appartengono a gruppi bancari. La Vigilanza sta monitorando con attenzione il fenomeno e valutando opportuni interventi correttivi.