

UNIVERSITÀ LUISS - GUIDO CARLI
CERMEF - Centro di Ricerca sui Mercati Finanziari

ANIA
Associazione Nazionale
fra le Imprese Assicuratrici

IRSA
Istituto per la Ricerca e lo
Sviluppo delle Assicurazioni

Il risparmio finanziario in Italia: strumenti, intermediari, mercati

Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia
Vincenzo Desario

al convegno su

*New Economy
e riflessi sui sistemi finanziari e assicurativi*

Roma, 10 gennaio 2001

SOMMARIO

<i>1. Premessa</i>	5
<i>2. Il risparmio finanziario in Italia</i>	6
<i>3. Lo sviluppo del risparmio gestito in Italia</i>	8
<i>4. La concorrenza nel mercato italiano del risparmio gestito</i>	13
<i>5. Le banche nel mercato dei prodotti assicurativi</i>	16
<i>6. Nuova economia e intermediazione finanziaria</i>	18
<i>7. Conclusioni</i>	23

1. Premessa

L'incontro odierno offre l'occasione per riflettere sugli sviluppi e sui profondi cambiamenti che interessano il mercato del risparmio e gli intermediari italiani.

L'esperienza degli Stati Uniti negli anni novanta ben rappresenta l'importanza che mercati finanziari efficienti e sviluppati rivestono per la crescita del sistema economico, del reddito, dell'occupazione.

In Italia la propensione al risparmio delle famiglie, seppure decrescente, si mantiene più alta che negli altri principali paesi; la domanda di attività finanziarie si è spostata dal deposito bancario e dai titoli a breve termine verso azioni e obbligazioni a lungo termine.

L'industria dei servizi di gestione del risparmio si è fortemente sviluppata negli ultimi anni, avvicinandosi ai livelli dei sistemi più avanzati; vi hanno contribuito tendenze macroeconomiche e riforme del quadro normativo.

Gli intermediari hanno stimolato e assecondato gli orientamenti dei risparmiatori, ampliando la gamma dei prodotti e innovando i canali di commercializzazione. L'intensa concorrenza induce ad affinare la qualità dei servizi; si riflette sul livello delle commissioni; sollecita riassetti organizzativi volti ad accrescere l'efficienza operativa e a sviluppare competenze specialistiche.

Si estende l'utilizzo di Internet per l'offerta di prodotti finanziari, l'accesso a nuovi segmenti di clientela, la partecipazione a iniziative di commercio elettronico. Alle opportunità offerte dall'attività in rete si accompagnano, con accresciuta rilevanza, alcuni dei rischi tipici dell'intermediazione, in specie quelli di reputazione e operativi connessi con l'attività a distanza.

La più ampia domanda di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio accresce la disponibilità di risorse per il finanziamento dei progetti industriali,

anche di quelli maggiormente rischiosi e a rendimento differito, tipici dei settori a tecnologia avanzata.

Gli ingenti acquisti di azioni estere da parte dei nostri intermediari specializzati non sono stati bilanciati da afflussi in Italia di capitali di eguale rilevanza. Gli investitori stranieri hanno scelto di preferenza i titoli di Stato.

La possibilità degli intermediari italiani di competere efficacemente sui mercati esteri e le esigenze di adeguamento tecnologico del nostro sistema economico richiedono un ulteriore rafforzamento del mercato dei capitali privati, lo sviluppo dei servizi di finanza di impresa diffusi nei mercati finanziari più evoluti.

2. Il risparmio finanziario in Italia

Il saggio di risparmio dell'economia italiana nel 1999 è stato pari al 21,5 per cento del reddito nazionale, in linea con la media degli anni novanta; era del 22,5 per cento nel decennio precedente; si attesta oggi su un livello simile a quello medio dei paesi europei (21,8 per cento) e di poco superiore a quello delle economie del Gruppo dei Sette (20,9 per cento).

Nella seconda metà degli anni novanta al miglioramento del saldo del settore pubblico si è accompagnata una diminuzione della propensione al risparmio delle famiglie. Nel 1999 la quota di reddito disponibile destinata al risparmio si è commisurata al 13,2 per cento; era pari al 16,6 nel 1993 e al 21 per cento nel 1983.

La flessione è riconducibile alla prolungata debolezza della dinamica del reddito disponibile, pur in presenza di un incremento molto contenuto dei consumi. Secondo recenti analisi empiriche, a frenare la caduta della propensione al risparmio delle famiglie avrebbe contribuito il diffondersi di aspettative di riduzione delle prestazioni pensionistiche, che spingerebbe a una maggiore accumulazione di attività reali e finanziarie.

La propensione al risparmio delle famiglie italiane rimane tuttavia elevata nel confronto internazionale, su un valore assai superiore a quelli della Germania, del Regno Unito e degli Stati Uniti; tra i principali paesi industriali solo la Francia presenta livelli più alti.

La discesa dei tassi di interesse reali, la riduzione dell'offerta di titoli di Stato e l'espansione dell'offerta di servizi di gestione del risparmio hanno contribuito a determinare, nella seconda metà degli anni novanta, un'ampia ricomposizione dei portafogli finanziari delle famiglie in favore dei titoli azionari. La progressiva integrazione dei mercati finanziari e l'eliminazione delle segmentazioni valutarie nell'area dell'euro hanno stimolato gli acquisti di titoli esteri.

Il cambiamento nelle scelte di investimento è stato gestito dagli investitori istituzionali. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie, tra il 1995 e il 1998 la quota di quelle che affidano il loro risparmio finanziario a fondi comuni o a gestioni patrimoniali è cresciuta dal 5 all'11 per cento; le famiglie che investono in prodotti assicurativi del ramo "vita" sono aumentate dal 21,5 al 23,3 per cento del totale.

Il possesso di attività finanziarie rischiose risulta generalmente diffuso presso le famiglie più ricche, non dovunque nelle stesse proporzioni. Negli Stati Uniti, nel 1998, la percentuale di famiglie che avevano investito, direttamente o indirettamente, in azioni raggiungeva l'87 per cento nel quartile della distribuzione della ricchezza relativo a quelle più abbienti. L'analogia quota si commisurava al 39 per cento in Italia.

Nel confronto internazionale le famiglie italiane si distinguono anche per il contenuto grado di indebitamento; il rapporto fra passività e attività finanziarie risultava pari al 6,6 per cento alla fine del 1999, valore analogo a quello della Germania, ma molto inferiore a quelli della Francia, della Spagna e dei paesi

anglosassoni. Nel corso degli ultimi anni, in connessione con la forte riduzione dei tassi di interesse, si è registrata una crescita vivace dei prestiti alle famiglie, destinati in prevalenza all'acquisto e alla ristrutturazione di immobili, nonché a specifiche esigenze di consumo.

3. Lo sviluppo del risparmio gestito in Italia

Tra la fine del 1996 e il terzo trimestre del 2000, il patrimonio delle gestioni individuali e collettive è quasi triplicato in Italia, raggiungendo l'importo di 1.940.000 miliardi; il 58 per cento dell'incremento ha riguardato i fondi comuni, che hanno assunto un ruolo centrale nell'amministrazione del risparmio.

La crescente domanda di servizi di gestione del risparmio, in forme individuali e collettive, espressa dalle famiglie è stata assecondata dalla riforma che ha interessato l'ordinamento del credito e della finanza.

Le innovazioni normative hanno favorito l'affermazione di nuovi prodotti, promosso maggiore efficienza dell'industria finanziaria, rafforzato la competitività degli operatori nazionali in un contesto di mercati aperti alla concorrenza internazionale.

Il Testo unico della finanza del 1998 ha rappresentato uno snodo fondamentale.

La nuova figura della Società di gestione del risparmio (SGR) costituisce il modello organizzativo unitario per gli intermediari abilitati a operare nei diversi segmenti di mercato: dalle gestioni dei patrimoni mobiliari individuali, alle forme di investimento collettivo, ai fondi pensione, all'attività di consulenza. Ha introdotto un elemento di flessibilità organizzativa che permette ai gruppi bancari e finanziari di razionalizzare la propria presenza nei vari comparti di attività, di accentrare le funzioni di gestione separandole dalla fase di distribuzione.

Presso le 99 SGR attive alla fine del 2000 si concentra il 74 per cento dei patrimoni delle gestioni individuali e collettive; un numero crescente di gruppi bancari delega a esse le gestioni individuali; alle stesse è affidata una parte rilevante dei portafogli delle principali compagnie assicurative nazionali.

La delegificazione delle procedure per l'istituzione di nuove categorie di fondi, intervenuta nel luglio del 1999 con l'attribuzione al Ministro del Tesoro del compito di definirne le caratteristiche, ha favorito l'innovazione di prodotto, ha reso disponibili nuovi strumenti di gestione.

Sono state semplificate le formalità e sensibilmente ridotti i tempi per l'approvazione dei regolamenti dei fondi comuni. È stato definito uno schema uniforme di regolamento la cui adozione da parte delle società consentirà di ridurre al minimo i riscontri della Vigilanza, impegnata a rilasciare la propria autorizzazione in venti giorni rispetto al periodo massimo di quattro mesi previsto dalla legge.

Nello scorso dicembre il patrimonio dei fondi di diritto italiano risultava pari a 880.000 miliardi di lire, importo quattro volte superiore a quello della fine del 1996. L'investimento in quote dei fondi comuni di diritto italiano è salito dal 2 per cento delle attività finanziarie delle famiglie all'inizio del decennio, al 18,5 per cento alla fine del 1999.

Nell'ultimo quadriennio la raccolta netta dei fondi ha conosciuto dapprima una crescita impetuosa, a cui ha fatto seguito dopo il 1998 una fase, tuttora in corso, di incrementi più moderati e, soprattutto, di accentuata ricomposizione del patrimonio tra le diverse categorie di fondi.

Nel primo periodo le banche, al fine di espandere le fonti di ricavo alternative a quelle da interesse, hanno assecondato la clientela nell'investimento in fondi monetari e obbligazionari capaci, meglio del singolo risparmiatore, di realizzare i guadagni in

conto capitale derivanti dal processo di convergenza dei tassi italiani verso i livelli prevalenti nei principali paesi europei.

Nel biennio 1999-2000 la flessione dei corsi obbligazionari ha incoraggiato un travaso di risparmio verso i fondi azionari, il cui patrimonio si è accresciuto fino a raggiungere, nello scorso mese di novembre, il 38 per cento di quello complessivo, valore prossimo alla media europea.

In ragione anche del diverso trattamento fiscale, si sono largamente diffusi in Italia fondi di provenienza estera, segnatamente di diritto lussemburghese e irlandese, in gran parte costituiti da operatori italiani; nel 2000 la loro raccolta netta, pari a circa 72.000 miliardi, ha più che compensato i deflussi netti registrati dai fondi di diritto italiano.

Alla fine del 2000 erano operativi circa 1.000 fondi, il doppio rispetto alla fine del 1996. Il mercato italiano ha assunto una configurazione diversa da quella degli altri paesi europei, caratterizzati da una dimensione media dei fondi relativamente contenuta; in Francia il patrimonio gestito supera di poco quello italiano, mentre il numero di fondi è sei volte più alto.

La maggiore dimensione media dei fondi commercializzati in Italia è in parte l'effetto di una diversificazione dei prodotti ancora limitata, ma che risulta in aumento per meglio rispondere alle esigenze delle diverse categorie di investitori.

L'articolazione dei prodotti tende ad ampliarsi anche con l'introduzione di strumenti a elevato grado di specializzazione, utilizzabili in portafogli complessi o modellati su obiettivi specifici perseguiti da singoli investitori.

Oggi i fondi rappresentano spesso la "materia prima" per ulteriori forme di amministrazione del risparmio, quali le polizze assicurative e le gestioni patrimoniali individuali. Per queste ultime il fenomeno va assumendo dimensioni di rilievo; la

quota investita in fondi è aumentata rapidamente, fino a raggiungere nello scorso settembre il 55 per cento del totale. Il rendimento dei fondi funge da principale riferimento nelle polizze assicurative *unit-linked*, che di recente hanno segnato significativi tassi di espansione.

Si vanno affermando i “fondi di fondi”, che favoriscono una più ampia diversificazione del rischio attraverso una maggiore ripartizione dell’investimento e si pongono in posizione concorrenziale rispetto alle polizze *unit-linked*. Una quarantina di essi, istituiti nell’ultimo anno, registrava un patrimonio di circa 9.700 miliardi di lire alla fine dello scorso dicembre.

Si diffondono i cosiddetti “fondi riservati” indirizzati alla clientela istituzionale disponibile ad assumere maggiori rischi, con l’obiettivo di ottenere rendimenti più elevati. A questi strumenti è consentito derogare ai limiti prudenziali di frazionamento e contenimento dei rischi; è riconosciuta una maggiore autonomia nella definizione delle modalità operative di entrata e uscita degli investitori. I prodotti della specie finora offerti sono circa una ventina, gran parte dei quali fa capo a un unico fondo multicomparto.

Un terzo tipo di prodotti innovativi è costituito dai “fondi speculativi” (cosiddetti *hedge funds*) caratterizzati da rischi e rendimenti particolarmente elevati. A differenza della generalità dei fondi, essi possono ricevere finanziamenti ed effettuare vendite allo scoperto. Sebbene al momento siano state autorizzate solo due SGR specializzate in questo settore, il mercato registra un fervore di iniziative a opera soprattutto di intermediari non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi.

Tra le forme di gestione collettiva del risparmio si vanno diffondendo i fondi pensione.

Le adesioni ai fondi “negoziali”, riservati a specifiche categorie di lavoratori, sono significative considerato il breve periodo della loro operatività; alla fine del

1999 erano oltre 700.000. Per contro il patrimonio netto ammontava ancora a poco più di 1.000 miliardi di lire, poiché solo 6 degli oltre 30 fondi autorizzati erano operativi; le 17 autorizzazioni rilasciate per le convenzioni di gestione riguardavano prevalentemente SGR e società di intermediazione mobiliare (SIM).

Nella categoria dei fondi pensione “aperti” le adesioni sono più limitate, non superano il numero di 140.000; alla fine del 1999 ne risultavano autorizzati 88, istituiti in prevalenza da compagnie di assicurazione e SGR, dei quali 61 già operativi.

Lo sviluppo dei fondi pensione potrebbe trovare impulso nelle misure fiscali introdotte con il decreto legislativo n. 47 del febbraio 2000, che ha elevato i limiti di deducibilità dei contributi per le persone fisiche e ha assimilato l'imposizione sul risultato netto di gestione a quella in vigore per i fondi comuni, ma con una aliquota ridotta dal 12,5 all'11 per cento.

Le gestioni individuali di patrimoni mobiliari, nate come strumento per investitori di fascia alta, si sono gradualmente diffuse presso più larghi strati di clientela, seguendo modalità che variano da quelle specialistiche e personalizzate, riservate agli investitori con più elevate disponibilità, a quelle impostate su linee predefinite, largamente incentrate sui fondi comuni, per investimenti di importo unitario più contenuto. Anche la composizione dei portafogli gestiti si è modificata passando da una presenza rilevante di titoli di Stato a una crescente di azioni e obbligazioni private.

Nel 1999 la quota delle attività finanziarie delle famiglie affidata alle gestioni individuali risultava del 7,5 per cento, a fronte del 3,2 all'inizio del decennio; nell'ultimo anno si è osservata una riduzione del loro tasso di crescita; nello scorso settembre il valore dei relativi portafogli ammontava a oltre 750.000 miliardi di lire, il

56 per cento dei quali presso banche e un terzo presso le società di gestione del risparmio.

4. La concorrenza nel mercato italiano del risparmio gestito

Il mercato del risparmio gestito del nostro Paese ha assunto dimensioni di rilievo nel panorama internazionale. L'Italia risulta il quarto "produttore" al mondo, dopo Stati Uniti, Giappone e Francia. In Europa la quota di mercato dei fondi comuni che fa capo, direttamente o indirettamente, a gruppi italiani è dell'ordine del 18 per cento. Due dei primi cinque gruppi europei sono italiani.

Alla fine del 1999 il grado di concentrazione del mercato nazionale risultava elevato; dieci gruppi, tra i quali due di matrice assicurativa, gestivano il 71 per cento dei patrimoni complessivi. Nello scorso settembre la quota di mercato degli operatori controllati dalle nostre banche era pari all'83 per cento; quella degli intermediari esteri sull'insieme delle gestioni individuali e collettive italiane si aggirava sul 10 per cento.

L'innovazione di prodotto è stimolata dall'inasprirsi della concorrenza e dalla maggiore attenzione degli investitori ai rendimenti, al livello delle commissioni, alla qualità del servizio. Il ricorso ai canali informatici insidia il primato delle tradizionali reti di distribuzione, facilita il confronto tra le offerte dei diversi concorrenti.

Per attrarre e fidelizzare la clientela i principali operatori offrono una lista di prodotti sempre più ricca, proponendo anche strumenti finanziari emessi da altri intermediari.

L'accresciuto grado di concorrenza si è riflesso sulle politiche di prezzo. Nel settore dei fondi comuni si sono significativamente ridotte le commissioni di ingresso: nel 1999 il loro importo complessivo è diminuito dell'11 per cento rispetto all'anno precedente, nonostante la crescita della raccolta.

L'ammontare elevato degli investimenti necessari per acquisire posizioni di rilievo nel mercato del risparmio gestito e l'importanza delle reti commerciali favoriscono la formazione di intermediari di ampie dimensioni, in particolare di matrice bancaria con una vasta platea di potenziali clienti.

Le società estere moltiplicano le iniziative per estendere la presenza in Italia, cercando di superare i vincoli derivanti dalla limitatezza della loro rete distributiva. Le strategie di ingresso si incentrano su accordi di commercializzazione con intermediari locali e sulla distribuzione attraverso i canali telematici; lo scorso anno il numero dei fondi esteri collocati in Italia è fortemente cresciuto, balzando da circa 1.200 a 1.800.

La ricomposizione dei portafogli in favore dei titoli esteri tende a ridurre il vantaggio comparato dei gestori italiani derivante dalla conoscenza degli emittenti nazionali; potrebbe incidere sulla loro capacità competitiva qualora essa non si accompagnasse all'acquisizione e alla formazione di specifiche professionalità. Aumentano i fondi per i quali i gestori italiani si affidano a grandi intermediari esteri per la gestione di particolari comparti di investimento.

Rimane ancora contenuta la presenza dei nostri operatori sui mercati esteri. La scelta di localizzare all'estero l'attività gestoria è spesso motivata da trattamenti fiscali vantaggiosi, più che da una strategia di crescita internazionale. I fondi comuni costituiti all'estero realizzano la quasi totalità della raccolta presso risparmiatori italiani.

Un passo importante nella direzione di un regime comune di tassazione del risparmio dei non residenti nell'ambito dell'Unione europea è stato compiuto dal Consiglio Ecofin di fine novembre, che ha concordato una proposta di direttiva in materia. Per un periodo transitorio di sette anni, dodici paesi attuerebbero il regime di scambio di informazioni, mentre gli altri tre (Austria, Belgio e Lussemburgo)

applicherebbero una ritenuta alla fonte (pari al 15 per cento per i primi tre anni e al 20 per quelli successivi), il cui gettito sarebbe retrocesso per i tre quarti al paese di residenza dell'investitore.

Nel mercato italiano, caratterizzato oramai da un intenso livello competitivo, le banche mantengono un ruolo centrale per lo sviluppo dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali.

Nell'ultimo triennio il sistema creditizio ha realizzato un recupero di redditività espandendo l'offerta di servizi; nel 1999 i ricavi connessi con la gestione del risparmio e la custodia dei titoli sono ammontati a 12.000 miliardi di lire, cresciuti del 47 per cento rispetto all'anno precedente. L'espansione è proseguita nel primo semestre dello scorso anno, durante il quale, nonostante la ripresa dei redditi da interesse, il contributo del risparmio gestito al margine di intermediazione è salito al 13 per cento, dal 10 dell'analogo periodo del 1999.

Per innalzare la capacità competitiva, i gruppi bancari italiani hanno intrapreso un'intensa opera di riassetto organizzativo nel campo dei processi produttivi e distributivi, volta al conseguimento di economie di scala e alla valorizzazione delle professionalità esistenti al loro interno.

Le ampie dimensioni dei patrimoni e la crescente complessità dell'attività gestoria hanno indotto una progressiva separazione tra gestione del portafoglio e attività delle reti di vendita, che si concentra sull'assistenza al cliente nell'individuazione del profilo di rischio e rendimento a lui più congeniale.

Le funzioni di carattere amministrativo-contabile e di *internal auditing* vengono non di rado affidate a soggetti specializzati del gruppo.

Risulta cruciale la capacità della struttura organizzativa di individuare obiettivi strategici, di perseguirne la realizzazione con risorse adeguate e coerenza di

comportamenti, di esercitare pienamente il controllo dei rischi operativi e di reputazione, di mantenere un efficace governo delle funzioni esternalizzate.

La Banca d'Italia ha posto al centro dell'azione di supervisione la verifica degli assetti organizzativi, richiedendo che le SGR dispongano di presidi e di risorse umane e tecniche in grado di assicurare la corretta esecuzione del mandato conferito loro dagli investitori; aspetto, questo, di particolare rilievo per le società che gestiscono fondi innovativi. Il vaglio dell'Organo di Vigilanza riguarda l'intero processo produttivo, dalla formulazione delle strategie di gestione sino alla valorizzazione della quota del fondo.

5. Le banche nel mercato dei prodotti assicurativi

L'ammontare delle attività finanziarie delle famiglie gestito dalle compagnie di assicurazione è salito nel corso del passato decennio fino al 6 per cento del totale. La presenza delle banche in questo mercato è rilevante. I crescenti collegamenti proprietari tra intermediari bancari e assicurativi, soprattutto del ramo "vita", e l'attività di commercializzazione incrociata dei relativi prodotti costituiscono tendenze diffuse nei principali paesi. L'obiettivo di banche e assicurazioni è quello di diversificare l'offerta di prodotti alle famiglie e di ridurre l'incidenza dei costi fissi della rete commerciale.

Il fenomeno della "bancassicurazione" si è sviluppato in Europa, sotto la spinta di un processo di deregolamentazione avviato in Francia e nel Regno Unito nel corso degli anni ottanta; negli Stati Uniti le norme che proibivano alle banche commerciali di produrre o vendere prodotti assicurativi sono state abrogate nel 1999.

Le aggregazioni tra banche e assicurazioni sono di frequente avvenute *cross-border* e hanno dato vita ad alcuni dei principali conglomerati europei. Le

banche hanno acquisito quote di mercato considerevoli nella distribuzione di prodotti assicurativi in Germania, Spagna, Portogallo e nei paesi del Nord Europa.

L'ordinamento italiano consente l'acquisizione del controllo delle imprese di assicurazione da parte delle banche e viceversa. La distribuzione attraverso banche e assicurazioni dei rispettivi prodotti è consentita, purché riguardi prodotti standardizzati e avvenga nel quadro di accordi che definiscano chiaramente le responsabilità contrattuali e i rischi connessi con gli strumenti commercializzati.

Nel nostro Paese la "bancassicurazione" coinvolge intermediari tra i più grandi; ne sono interessate cinque tra le prime dieci compagnie del ramo "vita". Nello scorso settembre le banche possedevano partecipazioni in 72 società di assicurazione italiane, tra le quali 34 del ramo "vita" e 24 miste; alcune banche di dimensioni contenute sono controllate da imprese di assicurazione.

Il ruolo delle banche nel settore assicurativo è bene espresso dalla quota dei premi del ramo "vita" dalle stesse raccolti, passata dal 5 per cento all'inizio degli anni novanta, al 50 nel 1999. Nello stesso anno, secondo un'indagine condotta dalla Banca d'Italia, i premi del ramo "vita" relativi a nuovi contratti stipulati dal sistema bancario sono ammontati a 41.000 miliardi; per circa due terzi la raccolta è stata effettuata dalle banche maggiori e grandi, alle quali faceva capo il 56 per cento dei depositi e delle obbligazioni bancarie. L'84 per cento dei premi ha riguardato polizze emesse da società di assicurazione partecipate da banche; la rimanente quota si riferisce a polizze collocate esclusivamente in base ad accordi commerciali.

In armonia con l'ordinamento comunitario, la disciplina italiana prevede che le imprese di assicurazione non entrino nel perimetro del gruppo bancario, né siano oggetto di consolidamento; analoga scelta è stata compiuta per il bilancio consolidato delle imprese di assicurazione.

Nelle sedi internazionali viene richiamata l'attenzione sull'esigenza di evitare che il patrimonio dei conglomerati costituiti da banche e da assicurazioni subisca diluizioni a causa dell'utilizzo dello stesso ammontare di capitale per fronteggiare i rischi delle diverse società del gruppo (cosiddetto *double gearing*). La tutela della stabilità degli intermediari è affidata alle discipline prudenziali di settore e all'attività dei rispettivi organi di supervisione. L'ordinamento italiano prevede rapporti di piena collaborazione tra le due autorità di vigilanza, basati sullo scambio di ogni informazione utile per l'efficacia del controllo.

6. Nuova economia e intermediazione finanziaria

È crescente il flusso di capitali privati italiani canalizzati sui mercati esteri per il tramite degli intermediari specializzati. Vengono acquistate prevalentemente azioni: nello scorso settembre i fondi comuni italiani detenevano azioni estere per 292.000 miliardi, più di tre volte il valore di quelle italiane, contro un rapporto inferiore all'unità alla fine del 1996.

L'afflusso dei capitali esteri in Italia, comunque ragguardevole, si è concentrato sui titoli di Stato. Tra la fine del 1996 e lo scorso settembre la quota di titoli del debito pubblico in mano a non residenti è salita dal 16,3 a oltre il 40 per cento. È rimasta limitata, intorno al 10 per cento, la quota di azioni italiane in possesso di non residenti.

L'evoluzione dei movimenti di capitali da e verso l'estero riflette un'offerta insufficiente di titoli di capitale e di debito da parte di emittenti privati italiani.

Il basso grado di capitalizzazione della borsa è un connotato del nostro sistema finanziario, sebbene il valore delle imprese quotate sia aumentato sensibilmente negli ultimi anni per effetto delle privatizzazioni e della crescita dei corsi. Alla fine dello scorso settembre la capitalizzazione della borsa italiana era pari al 73 per cento del

prodotto, livello simile a quello della Germania, ma inferiore a quello della Spagna e della Francia, pari rispettivamente al 94 e al 118 per cento.

Il divario rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro nel numero di società quotate continua ad ampliarsi; nei primi undici mesi del 2000 ci sono state in Italia 11 nuove quotazioni sul listino principale e 28 sul Nuovo Mercato. Incrementi elevati rispetto agli andamenti rilevati nel passato; tuttavia, tenendo conto delle cancellazioni, le società nazionali quotate sono aumentate di 21 unità; nello stesso periodo sono cresciute di 123 in Germania, di 54 in Francia.

Numerose ricerche sono state condotte sulle ragioni del limitato sviluppo del mercato di borsa e sulle conseguenze per l'efficienza dei processi di allocazione delle risorse e di trasferimento della proprietà delle imprese.

Secondo un'opinione diffusa, la modesta presenza di investitori istituzionali non può più essere invocata come principale ragione dell'esiguità del mercato; né il regime fiscale disincentiva il possesso di azioni. Gli interventi sugli assetti organizzativi della borsa, sollecitati dalla concorrenza tra piazze finanziarie, hanno accresciuto la liquidità e la trasparenza delle transazioni.

Le analisi si soffermano sulla debolezza dell'offerta di valori azionari; il timore di perdere il controllo dell'azienda e la riluttanza a fornire al mercato le informazioni previste per le società quotate frenano gli imprenditori dal condurre in borsa le proprie imprese.

È necessario creare condizioni favorevoli per l'accesso al mercato dei capitali delle imprese con prospettive di crescita. L'obiettivo è quello di convogliare verso le aziende più dinamiche e innovative il risparmio reso disponibile dalla riduzione del fabbisogno finanziario dello Stato e dalla maggiore propensione dei risparmiatori a detenere attività rischiose.

Le imprese della nuova economia e quelle operanti nei comparti ad alta tecnologia si caratterizzano per l'elevata combinazione di rischio e rendimento, per la maggiore difficoltà di finanziarsi per il tramite dei canali tradizionali.

Negli Stati Uniti tali operatori trovano adeguata assistenza finanziaria attraverso forme di compartecipazione con società di *venture capital*. Queste possiedono conoscenze specifiche del mercato in cui opera l'impresa finanziata; prendono parte alle decisioni aziendali più importanti; subordinano le erogazioni alla verifica dello stato di avanzamento dei progetti; acquisiscono risorse da "fondi chiusi", investitori istituzionali e privati. Nel 1998 circa il 60 per cento della raccolta proveniva dai fondi pensione, che presentano un orizzonte temporale degli investimenti assai esteso.

In Europa l'attività di *venture capital* ha avuto una rapida crescita negli anni più recenti; rispetto agli Stati Uniti ha tuttavia riguardato in misura minore gli investimenti nei settori innovativi e le aziende di nuova formazione.

Il "fondo chiuso" costituisce un veicolo di fondamentale importanza per questa attività; in Italia il decreto del Ministro del Tesoro del luglio 1999 ha eliminato alcune limitazioni in materia di quote di capitale massimo detenibili in ciascuna impresa finanziata; ha reso più flessibili i meccanismi di entrata e di uscita dei sottoscrittori. Ulteriori elementi di flessibilità sono consentiti ai "fondi riservati". Ne è derivata un'espansione della specifica attività; il numero dei fondi operativi è pressoché raddoppiato; sono state avviate iniziative di carattere innovativo.

Nel biennio 1998-99 le società di *venture capital* operanti in Italia hanno effettuato oltre 600 operazioni, ma meno del 20 per cento dei progetti finanziati si collocava nei settori ad alta tecnologia: informatica, elettronica, comunicazioni, biotecnologie.

Cresce il ricorso delle imprese al mercato obbligazionario, allo scopo di riequilibrare la scadenza media delle passività e di diversificare le fonti di finanziamento, riducendo il costo complessivo dell'indebitamento.

L'avvio della moneta unica ha dato impulso al mercato delle euroobbligazioni, del quale gli emittenti apprezzano l'ampio novero di sottoscrittori, l'assenza di ritenuta alla fonte sugli interessi, l'elevato spessore garantito da un circuito di primarie banche e importanti investitori istituzionali.

Nel 1999 vi sono state 32 emissioni di obbligazioni sull'euromercato da parte di società italiane non finanziarie, per un valore complessivo di 24 miliardi di euro, 16 dei quali relativi a una singola impresa. Nei primi tre trimestri del 2000 le emissioni sono state 31, per un ammontare di 9 miliardi di euro.

Sul mercato obbligazionario gli intermediari svolgono una funzione di certificazione del merito di credito degli emittenti, offrono liquidità e attivano le loro dipendenze per il collocamento, traendone ricavi maggiori e più stabili.

I processi di produzione e distribuzione dei servizi finanziari stanno sperimentando una fase di profonda trasformazione, connessa con l'applicazione su scala sempre più ampia delle tecnologie dell'informazione e delle telecomunicazioni; Internet accelera i mutamenti in atto nel sistema finanziario.

Lo scenario che si va delineando risulta articolato, ricco di opportunità, ma anche di rischi.

Per la raccolta, elaborazione e trasmissione di informazioni le banche e gli altri intermediari possono largamente avvalersi delle opportunità offerte dal ricorso a Internet, ampliando il collocamento di servizi attraverso la Rete e partecipando allo sviluppo di iniziative di commercio elettronico.

L'utilizzo di Internet consente di consolidare ed estendere i rapporti con la clientela già servita, ma soprattutto si presta a politiche di espansione in nuovi bacini di utenza, grazie all'abbattimento dei costi di insediamento e transazione; per altro verso, permette a operatori provenienti dai settori delle comunicazioni e del *software* di sviluppare prodotti affini a quelli finanziari e di accrescere le pressioni concorrenziali sull'attività di intermediazione.

I mutamenti che si determinano nelle modalità di produzione e di offerta dei servizi, nelle stesse caratteristiche della clientela, nella struttura dei mercati accentuano alcuni dei rischi tipici degli intermediari finanziari.

Assumono particolare rilevanza i rischi strategici, per l'elevata entità e la rapida obsolescenza degli investimenti, e quelli di reputazione e operativi, riconducibili alla possibilità di frodi e di inefficienze nelle procedure. Difficoltà nell'esecuzione dei contratti e malfunzionamenti dei sistemi informatici, che incidano sulla continuità del servizio e sulla certezza delle transazioni, possono compromettere il rapporto di fiducia con il cliente.

L'accresciuta mobilità della clientela rende più complessa la gestione dei rischi di tasso di interesse e di liquidità; lo scrutinio del merito di credito risulta più difficile per affidamenti concessi in via remota.

Il controllo dei rischi da parte degli intermediari è affidato in primo luogo ai sistemi di riscontro interni, che devono essere coerenti con il volume e le peculiarità delle attività poste in essere attraverso la Rete.

Specifiche iniziative al riguardo sono state assunte dalle autorità di vigilanza degli Stati Uniti e di diversi paesi europei; particolare rilievo è assegnato al ruolo dei consigli di amministrazione degli intermediari, ai quali spetta di stabilire gli obiettivi aziendali perseguiti attraverso Internet, individuare i rischi connessi, approntare i necessari presidi organizzativi.

Si tratta di criteri analoghi a quelli che ispirano la normativa sui controlli interni delle banche, emanata dalla Banca d'Italia alla fine del 1998, che impone di valutare attentamente i rischi connessi con l'ingresso in nuovi settori di attività, specie se fortemente innovativi e complessi, e di assicurare la funzionalità dei sistemi informativi aziendali.

7. Conclusioni

Il sistema finanziario italiano va sempre più assumendo l'assetto strutturale proprio dei paesi più avanzati. L'allungamento della vita media della popolazione, le riforme dei sistemi pensionistici pubblici, la più diffusa conoscenza degli strumenti finanziari tendono a rafforzare l'orientamento al risparmio gestito; inducono a ricercare un elevato grado di diversificazione anche per investimenti di importo contenuto; stimolano la domanda di servizi finanziari sempre più complessi e sofisticati.

La nuova economia, intesa soprattutto come innovazione del processo produttivo e commerciale indotta dalle rilevanti trasformazioni tecnologiche, può determinare una maggiore efficienza dei sistemi economici, accrescere la competitività, migliorare l'allocatione delle risorse, sostenere la crescita nel lungo periodo. Può tuttavia esporre gli intermediari a rischi particolarmente insidiosi: la concessione di credito in favore di imprese della *new economy* richiede competenze professionali altamente specializzate e accurate istruttorie al fine di valutare correttamente progetti fondati su aspettative di non agevole interpretazione, in settori contraddistinti da elevata variabilità reddituale e da rapida obsolescenza tecnica. Suggestiscono prudenza i segnali di crisi concernenti importanti società attive nel campo dell'*e-business* e la stessa accentuata volatilità delle quotazioni dei titoli tecnologici.

Aumenta il peso del capitale di rischio nei portafogli delle famiglie; si allarga la quota del risparmio affidato a gestori specializzati; si diffonde il ricorso a canali tecnologicamente evoluti per la commercializzazione degli strumenti finanziari.

Il ruolo centrale dell'innovazione e delle moderne tecnologie come fattore di successo nella concorrenza internazionale richiede mutamenti profondi nella gestione finanziaria delle imprese e nell'attività degli intermediari.

La diffusione delle nuove tecnologie tende a modificare sostanzialmente la relazione tra intermediari e utenti dei servizi finanziari. Il cliente è più informato e più attivo; il rapporto contrattuale diviene più equilibrato; può attenuarsi l'importanza della conoscenza personale e dei rapporti pregressi. Il confronto competitivo si sviluppa sul grado di "soddisfazione" della clientela, in termini di qualità dei servizi, differenziazione dei prodotti, trasparenza delle condizioni contrattuali, livelli di sicurezza tecnica.

In un contesto di accesa concorrenza sui mercati internazionali le imprese sono chiamate a innovare profondamente la loro attività, nei prodotti e nei processi.

Lo snodo cruciale per le prospettive di crescita del Paese si colloca nella coerenza tra un tessuto di imprese medio piccole e l'esigenza del sistema economico di sviluppare i comparti a tecnologia avanzata e a maggiore intensità di capitale, che presuppongono ingenti investimenti a redditività differita.

Alle banche è richiesto di mettere a frutto il patrimonio informativo acquisito in lunghi anni di proficua collaborazione con il mondo imprenditoriale, per elevare le proprie capacità di offrire consulenza e assistenza sui mercati finanziari. Nell'esercizio dell'attività creditizia è necessario integrare l'approfondita conoscenza dei clienti con un'accorta valutazione dei loro progetti di investimento, per individuare quelli meritevoli di finanziamento e le forme di sostegno più adeguate.

Gli intermediari e le imprese devono poter operare in un contesto giuridico ed economico certo, che dia sicurezza all'assunzione di impegni e alla realizzazione di progetti a lungo termine.

Sono necessari interventi volti a favorire la flessibilità organizzativa e gestionale delle imprese, soprattutto di quelle medie e piccole, a rimuovere ogni vincolo che può limitare la concorrenza.

Sono condizioni indispensabili in un Paese chiamato a uno sforzo eccezionale di ammodernamento dell'apparato produttivo per valorizzare l'elevato risparmio delle famiglie, innalzare il sentiero della crescita potenziale, espandere l'occupazione.