

*Con riguardo ai principali paesi europei, al Regno Unito è riconducibile il 57% dello stock dei titoli strutturati in circolazione a fine marzo 2008, alla Spagna il 19%, all'Italia il 16%, alla Francia il 5% e alla Germania il 3%. I titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione risultano prevalentemente garantiti da mutui (83% delle consistenze totali); quelli garantiti da crediti al consumo e da canoni di leasing rappresentano, invece, rispettivamente il 9% e il 5% delle consistenze totali (Fig. 45).*

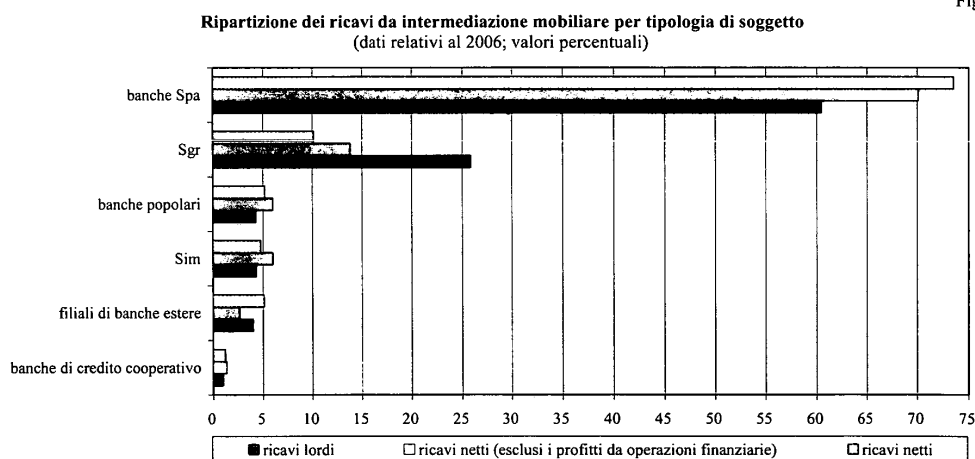
### III – GLI INTERMEDIARI E LE FAMIGLIE

#### 1. La struttura del settore dell'intermediazione mobiliare

Nel biennio 2005-2006 il ruolo delle banche nel settore dell'intermediazione mobiliare si è rafforzato, come emerge dall'incremento registrato, rispettivamente, dalla quota dei ricavi lordi e dei ricavi netti da intermediazione mobiliare a esse riconducibile. In particolare, il peso delle banche sui ricavi lordi è passato dal 62% nel 2005 al 70% circa nel 2006, mentre la quota dei ricavi netti è cresciuta dal 76% all'85% circa.

Con riguardo alla ripartizione per tipologia di soggetto, i ricavi lordi da intermediazione mobiliare sono ascrivibili per il 60% circa alle banche costituite in forma di società per azioni (circa 220 soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento); per il 4% alle banche popolari (39 soggetti); per l'1% alle banche di credito cooperativo (oltre 440 soggetti). Alle filiali di banche estere (41 soggetti) è imputabile, invece, il 4% dei ricavi complessivi (Fig. 46).

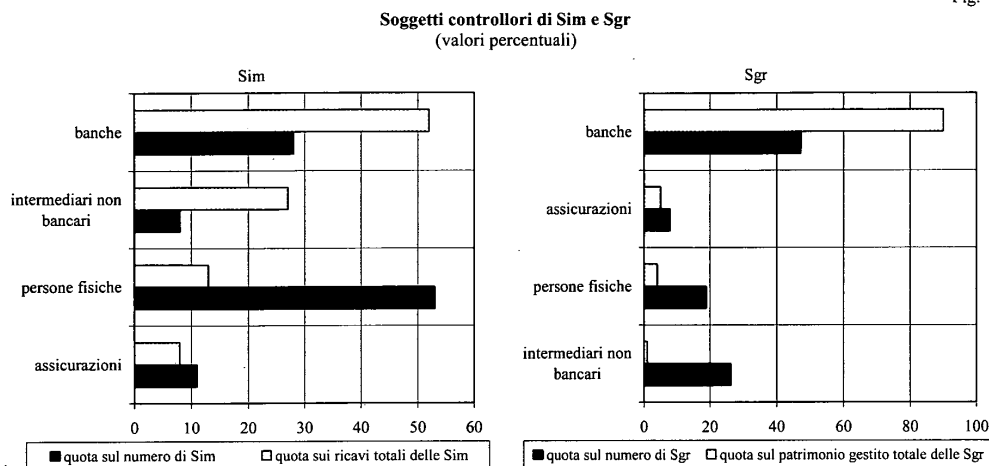
Fig. 46



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza. I ricavi lordi (netti) da intermediazione mobiliare sono dati dalla somma delle commissioni lorde (nette) da servizi di investimento e da gestione del risparmio e dai profitti da operazioni finanziarie.

Alle Sim è riferibile solo il 4% dei ricavi lordi da intermediazione mobiliare; di questi, il 50% è riconducibile a soggetti controllati da intermediari bancari (Fig. 47). Alle Sgr è imputabile, invece, circa il 26% dei ricavi lordi (31% nel 2005) e il 10% circa dei ricavi netti (16% nel 2005); una quota rilevante delle commissioni percepite dalle Sgr è infatti retrocessa alle strutture distributive rappresentate in larga misura da sportelli o reti di promotori di gruppi bancari. Circa il 90% dei ricavi delle Sgr è riferibile a soggetti controllati da gruppi bancari.

Fig. 47



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza e dati Assogestioni. Per le Sim i ricavi si riferiscono al primo semestre del 2007; per le Sgr il patrimonio a fine 2007 è riferito ai fondi aperti di diritto italiano e a quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*), inclusi i fondi di fondi (sono esclusi i fondi chiusi).

## 2. I principali gruppi bancari

La crisi dei *subprime* ha avuto un impatto negativo significativo sui ricavi e sulla redditività dei principali gruppi bancari italiani. Nel 2007, infatti, il margine di intermediazione si è ridotto di oltre il 7% e il risultato di gestione si è ridotto del 5% circa (Tav. 11). L'utile netto complessivo è invece cresciuto del 9,8%, essenzialmente per effetto di operazioni di natura straordinaria legate anche a operazioni di riassetto societario e di consolidamento.

La riduzione del margine di intermediazione nel 2007 è imputabile in larga misura alla riduzione dei profitti da operazioni finanziarie che si sono quasi dimezzati. Le commissioni nette complessive si sono ridotte del 6,3% circa e quelle da servizi di investimento e gestioni collettive del 4%. È proseguita la contrazione delle commissioni nette da gestioni collettive (-11% circa) e individuali (-14% circa), mentre le commissioni da collocamento di prodotti finanziari e assicurativi sono lievemente cresciute (2% circa).

Tav. 11

**Conto economico aggregato dei principali gruppi bancari italiani**  
(valori in milioni di euro)

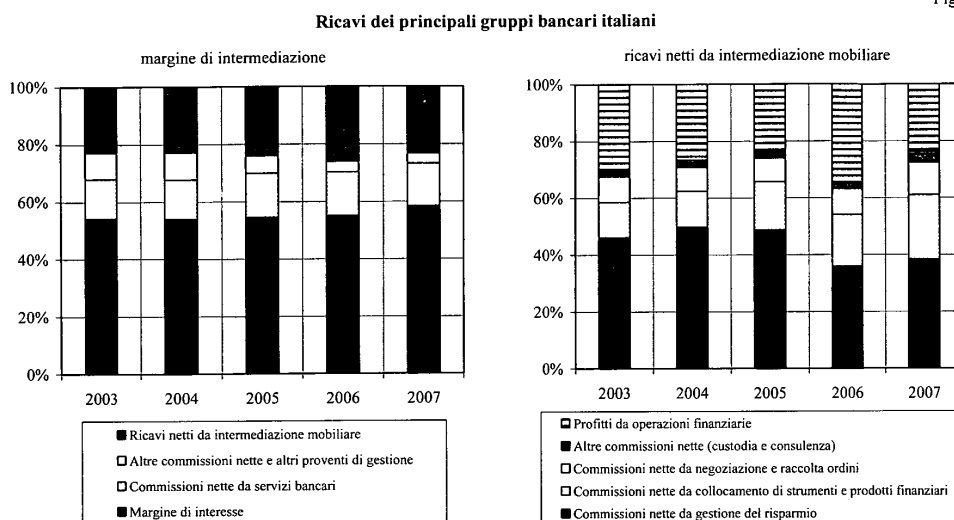
	2003	2004	2005	2006	2007	variazione % 2007/2006
Margine di interesse (a) <sup>1</sup>	27.501	27.745	29.195	38.032	37.214	-2,2
Commissioni nette (b = b.1 + b.2 + b.3)	16.201	16.736	19.316	22.800	21.369	-6,3
<i>di cui:</i>						
<i>da servizi di investimento e gestioni collettive (b.1)</i>	8.106	8.589	9.768	11.727	11.258	-4,0
negoiazione titoli e valute e raccolta ordini	1.048	1.009	1.081	1.659	1.699	2,4
gestioni individuali	843	764	1.005	1.214	1.047	-13,8
gestioni collettive	4.129	4.689	4.869	4.824	4.288	-11,1
banca depositaria	346	374	370	390	328	-15,9
custodia titoli	209	204	179	210	225	7,1
collocamento e distribuzione prodotti fin. e ass.	1.443	1.474	2.179	3.277	3.350	2,2
consulenza	89	75	84	153	320	108,8
<i>da servizi bancari (b.2)<sup>2</sup></i>	7.001	7.061	8.171	10.406	9.421	-9,5
<i>altre commissioni nette (b.3)<sup>3</sup></i>	1.095	1.086	1.377	666	688	3,3
Profitti da operazioni finanziarie (c) <sup>4</sup>	3.437	3.115	3.055	6.215	3.517	-43,4
Altri proventi netti di gestione (d)	3.632	3.854	1.912	1.887	1.566	-17,0
Risultato della gestione assicurativa (e)	....	....	626	537	526	-2,1
Margine di intermediazione (f = a+b+c+d+e)	50.771	51.450	54.103	69.470	64.191	-7,6
Costi operativi (g) <sup>5</sup>	32.156	31.857	31.110	38.675	35.002	-9,5
Risultato di gestione (f-g)	18.615	19.592	22.993	30.796	29.189	-5,2
Utile netto <sup>6</sup>	5.051	8.617	11.849	16.524	18.137	9,8

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. La mancata quadratura dell'ultima cifra può essere dovuta ad arrotondamenti. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Inclusi i dividendi su partecipazioni e gli utili o le perdite delle partecipazioni valutate al patrimonio netto. <sup>2</sup> Commissioni nette per garanzie rilasciate e derivati su crediti, servizi di incasso e pagamento, commissioni nette su conti correnti, carte di credito e servizi Bancomat. <sup>3</sup> Commissioni nette per servizi di *servicing* per operazioni di cartolarizzazione, di *factoring* e per servizi di esattorie e ricevitorie. <sup>4</sup> Per i bilanci a partire dal 2005, redatti sulla base dei principi contabili Ias/Ifrs, la voce comprende il risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura e delle attività e passività valutate al *fair value* e l'utile/perdita da cessione o riacquisto di crediti e attività e passività finanziarie. <sup>5</sup> Spese amministrative più rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali. <sup>6</sup> Incluso l'utile di terzi.

Nel 2007 il peso sul margine di intermediazione dei ricavi da intermediazione mobiliare (intesi come somma delle commissioni nette da servizi di investimento e gestioni collettive e dei profitti da operazioni finanziarie) è lievemente diminuito (dal 26% al 23%), mentre è cresciuto il peso del margine di interesse, pari a quasi il 60% dei ricavi totali (Fig. 48).

Pur se in flessione rispetto al triennio 2003-2005, le commissioni nette da gestione del risparmio rappresentano la quota preponderante dei ricavi da intermediazione mobiliare (38% circa), seguite dalle commissioni di collocamento e dai profitti da operazioni finanziarie.

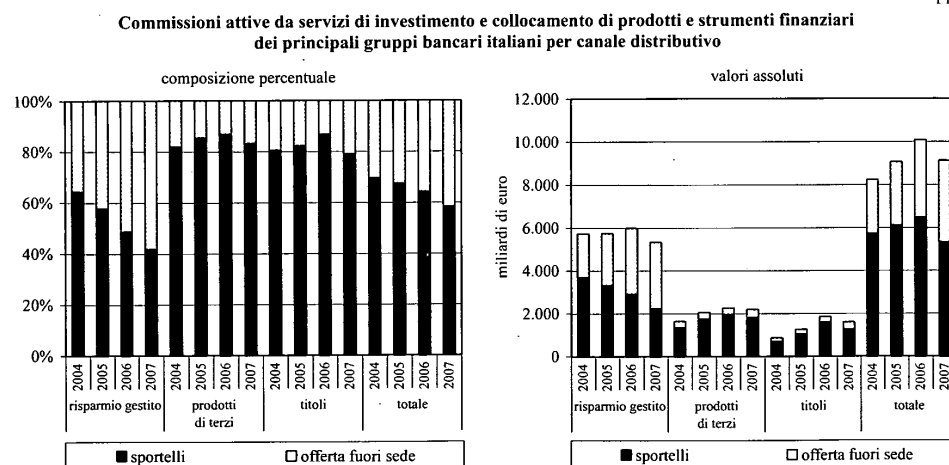
Fig. 48



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Nell’ambito delle commissioni attive da servizi di investimento e da collocamento di prodotti e strumenti finanziari, è aumentato il peso delle commissioni generate dal collocamento fuori sede, che ha superato il 40%, a scapito del peso delle commissioni generate dagli sportelli bancari. Il peso delle reti di promotori è particolarmente rilevante per il collocamento di prodotti del risparmio gestito, mentre per ciò che riguarda i ricavi da collocamento di titoli e prodotti finanziari di terzi rimane preponderante il peso delle commissioni generate dagli sportelli (Fig. 49).

Fig. 49

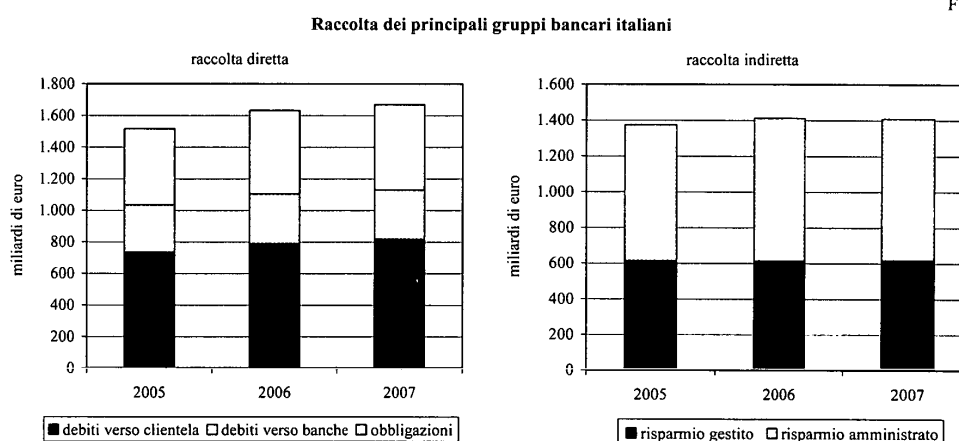


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

I dati sulla raccolta indiretta (risparmio gestito e risparmio amministrato) evidenziano una sostanziale stabilità della massa gestita, pari a circa 1.400 miliardi di euro nel 2007, mentre il risparmio amministrato cresciuto nel 2006 (da 761 a 797 miliardi di euro; +4,8% circa) si è leggermente ridotto nel 2007 (circa 791 miliardi di euro; -0,8%) (Fig. 50).

Sul fronte della raccolta diretta si è registrata invece una crescita sia della raccolta da clientela (da 790 a 818 miliardi di euro; +3,6% circa) che della raccolta rappresentata da titoli (da 528 a 540 miliardi di euro; +2,2% circa).

Fig. 50

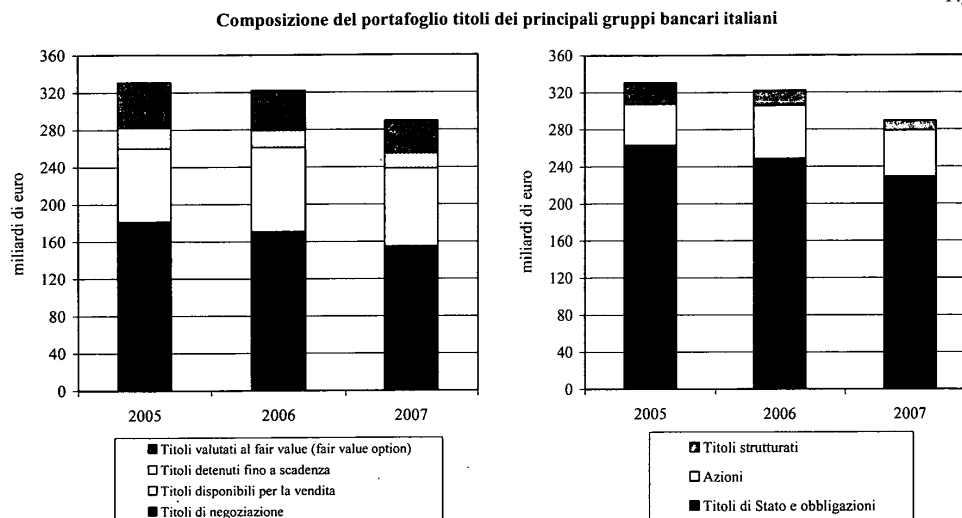


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Il risparmio gestito include le riserve tecniche a fronte di prodotti assicurativi e previdenziali di società del gruppo. Nella raccolta diretta sono escluse le passività subordinate e di negoziazione.

Il valore complessivo dei titoli di proprietà delle banche si è ridotto di circa il 10% (da 322 miliardi di euro a fine 2006 a 290 miliardi di euro fine 2007). I titoli valutati al *fair value* (sulla base della cosiddetta *fair value option*) si sono ridotti del 18%, i titoli detenuti sino a scadenza si sono ridotti dell'11% circa e i titoli di negoziazione del 9% circa. I titoli strutturati rappresentano poco meno del 4% del portafoglio titoli complessivo dei principali gruppi bancari italiani, mentre i titoli di debito hanno un'incidenza preponderante (80% circa) (Fig. 51).

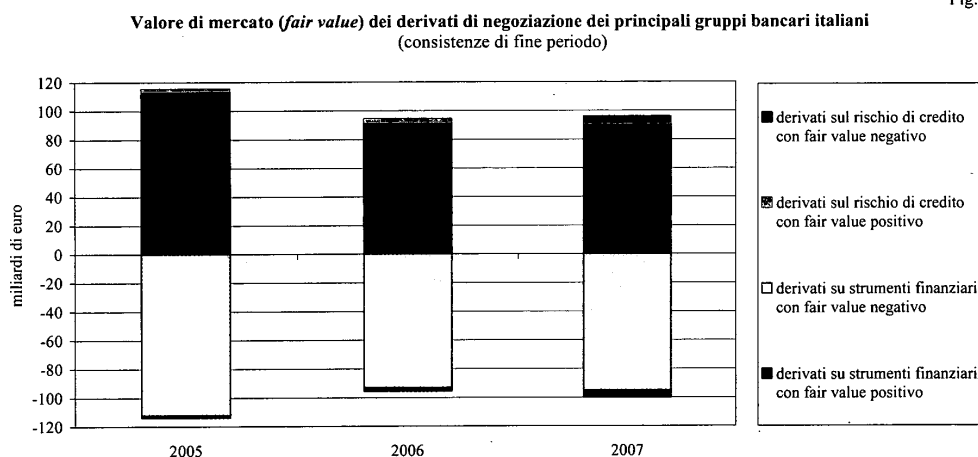
Il valore netto di mercato dei derivati di negoziazione dei principali gruppi bancari italiani è negativo per circa 4 miliardi di euro. Sebbene l'entità del *fair value* netto dei derivati di negoziazione indichi che, complessivamente, i rischi di mercato potrebbero essere contenuti, l'importo del *fair value* lordo (dato dalla somma in valore assoluto dei *fair value* positivi e negativi), pari a circa 196 miliardi di euro, indica che il rischio di controparte rimane significativo (Fig. 52).

Fig. 51



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. Sono escluse le attività finanziarie diverse dai titoli (quali crediti o finanziamenti) e le attività cedute e non cancellate o deteriorate. Gli Oicr sono ricompresi fra i titoli di Stato e le obbligazioni.

Fig. 52



Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

L'esposizione complessiva dei principali gruppi bancari derivante da operazioni di cartolarizzazioni è quasi triplicata nel triennio 2005 - 2007 (da 23 a 67 miliardi di euro), sebbene questa dinamica sia ascrivibile in prevalenza a un singolo gruppo bancario; di particolare rilievo risulta l'esposizione legata a cartolarizzazioni di terzi (aumentata da 14 a 42,7 miliardi di euro). Più in particolare, le esposizioni per cassa sono aumentate da 22 a 54 miliardi di euro nel 2007, mentre le esposizioni fuori bilancio (linee di credito e garanzie rilasciate) sono passate da uno a 13 miliardi di euro. In generale, tra le varie

tipologie di attività, i mutui hanno rappresentato tra il 24% (nel 2006) e il 38% (nel 2007) dell'esposizione totale, di cui però i mutui considerati deteriorati hanno rappresentato percentuali limitate e decrescenti nel triennio (rispettivamente, 14%, 6%, e 3%). Nel 2007 le esposizioni derivanti da cartolarizzazioni collegate a mutui propri sono risultate più rilevanti rispetto a quelle collegate a mutui di terzi (rispettivamente, 24,5% contro 13,7%) (Tav. 12).

**Esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione dei principali gruppi bancari italiani**  
(valori in milioni di euro)

Tav. 12

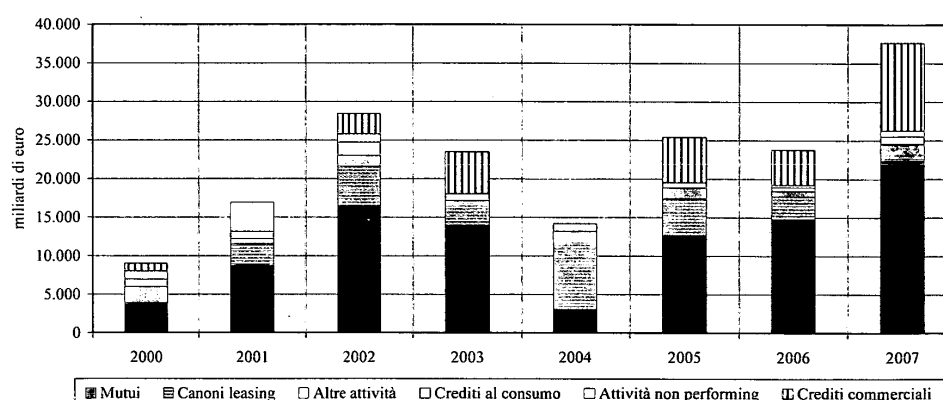
		Proprie				Di terzi				Totale complessivo
		Mutui		Altre attività		Mutui		Altre attività		
		deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	deteriorate	non deteriorate	
2005	Cassa	2.527	1.737	864	2.878	--	430	1.126	12.608	22.170
	Fuori bilancio	836	202	4	125	--	--	--	--	1.167
	<i>Totale</i>	<i>3.362</i>	<i>1.939</i>	<i>868</i>	<i>3.003</i>	<i>--</i>	<i>430</i>	<i>1.126</i>	<i>12.608</i>	<i>23.337</i>
2006	Cassa	2.231	1.257	403	4.372	78	9.040	579	20.556	38.517
	Fuori bilancio	915	194	50	31	--	--	--	16.438	17.628
	<i>Totale</i>	<i>3.146</i>	<i>1.451</i>	<i>453</i>	<i>4.403</i>	<i>78</i>	<i>9.040</i>	<i>579</i>	<i>36.995</i>	<i>56.145</i>
2007	Cassa	1.142	13.987	133	7.836	2	8.763	267	21.912	54.042
	Fuori bilancio	1.114	231	50	33	-	459	-	11.290	13.176
	<i>Totale</i>	<i>2.256</i>	<i>14.218</i>	<i>183</i>	<i>7.869</i>	<i>2</i>	<i>9.222</i>	<i>267</i>	<i>33.202</i>	<i>67.218</i>

Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche. I dati includono il gruppo HVB.

Nel 2007 si è registrata una forte crescita degli attivi cartolarizzati dai principali gruppi bancari italiani, dovuta in prevalenza a operazioni di cessione di mutui e di crediti commerciali (Fig. 53).

Fig. 53

**Attivi oggetto di cessione per finalità di cartolarizzazione da parte dei principali gruppi bancari italiani**



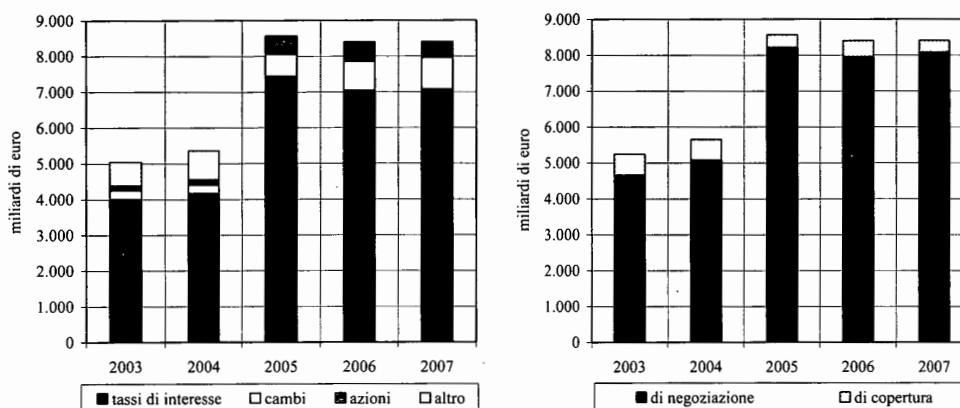
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.



Nel triennio 2005-2007 il controvalore nozionale degli strumenti derivati detenuti dai principali gruppi bancari italiani è rimasto complessivamente stabile; a fine 2007 esso era pari a circa 8.000 miliardi di euro (Fig. 54).

Fig. 54

Controvalore nozionale degli strumenti derivati dei principali gruppi bancari italiani  
(consistenze di fine periodo)

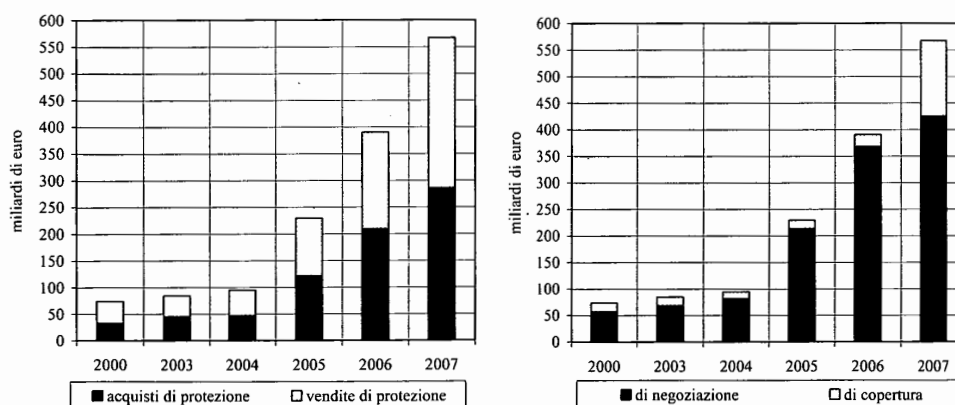


Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

Le posizioni in derivati creditizi risultano, invece, cresciute significativamente nel triennio 2005-2007, essendo passate da 232 miliardi di euro nel 2005 a circa 567 miliardi di euro nel 2007. L'incremento è stato relativamente più accentuato per le vendite di copertura (da 181 a 281 miliardi di euro), mentre rimangono di gran lunga prevalenti le posizioni detenute per finalità di *trading* (sebbene riconducibili per quote molto significative a un singolo gruppo bancario; Fig. 55).

Fig. 55

Controvalore nozionale dei derivati sul rischio di credito dei principali gruppi bancari italiani  
(consistenze di fine periodo)



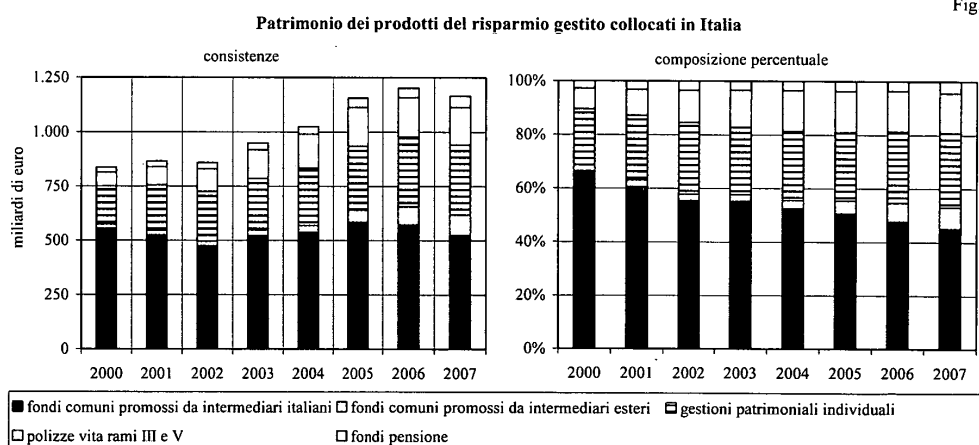
Fonte: elaborazioni su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

### 3. Gli investitori istituzionali

A fine 2007 il patrimonio riferibile ai prodotti del risparmio gestito collocati in Italia risultava inferiore del 3% circa rispetto al valore di dicembre 2006 (da 1.202 a 1.165 miliardi di euro circa). Tale riduzione è dovuta principalmente all'andamento dei fondi comuni promossi da intermediari italiani, il cui patrimonio è sceso da 573 a 524 miliardi di euro circa (-8,5%; Fig. 56). Anche l'ammontare delle riserve tecniche a fronte delle polizze assicurative vita dei rami III e V è diminuito (da 182 a 172 miliardi di euro; -5% circa), interrompendo il trend crescente rilevato negli ultimi anni. Le risorse gestite dai fondi comuni promossi da intermediari esteri (94 miliardi di euro a dicembre 2007) sono, invece, aumentate del 13%, mentre il patrimonio delle gestioni individuali è rimasto stabile intorno ai 320 miliardi di euro. Infine, il patrimonio gestito dai fondi pensione è cresciuto del 20% circa, passando da 43,2 a 52,0 miliardi di euro.

*Il numero dei fondi pensione di nuova istituzione (negoziali e aperti) è cresciuto del 65% a causa principalmente dell'entrata in vigore della nuova disciplina della previdenza complementare. In particolare, le risorse gestite dai fondi pensione negoziali sono passate da 9,2 a 11,6 miliardi di euro, mentre quelle gestite dai fondi pensione aperti sono cresciute da 3,5 a 4,3 miliardi di euro circa.*

Fig. 56

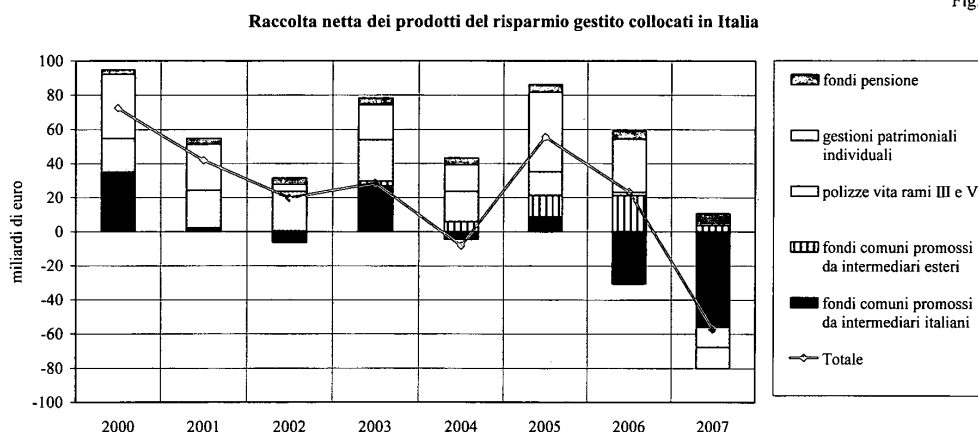


Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. Dati di fine periodo. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. I dati relativi alle gestioni patrimoniali individuali sono al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia).

Complessivamente, nel 2007 la raccolta netta dei prodotti del risparmio gestito collocati in Italia è stata negativa per circa 60 miliardi di euro (Fig. 57), essenzialmente a causa del deflusso di risorse dai fondi comuni promossi da intermediari italiani (-56 miliardi di euro; -31 miliardi di euro nel 2006). La raccolta netta delle gestioni patrimoniali è stata pure di segno negativo (-12 miliardi di euro nel 2007 contro +31 miliardi di euro nel

2006), così come quella delle polizze assicurative vita del ramo V (prodotti a capitalizzazione), che hanno subito un deflusso di risorse pari a 12 miliardi di euro, mentre la raccolta netta delle polizze assicurative vita del ramo III (polizze *linked*) è stata positiva (117 milioni di euro) anche se di molto inferiore rispetto a quella rilevata a fine 2006 (2,1 miliardi di euro). La raccolta netta dei fondi pensione di nuova istituzione negoziali e aperti è stata di segno positivo e pari a 3,5 miliardi di euro (contro 2,3 miliardi di euro a fine 2006).

Fig. 57

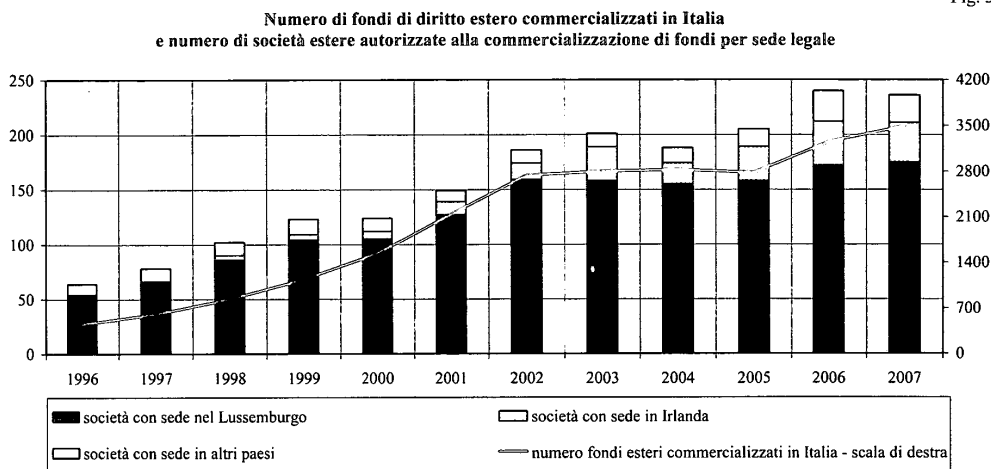


Fonte: elaborazioni su dati Ania, Assogestioni, Banca d'Italia e Covip. I dati sui fondi comuni promossi da intermediari italiani comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*). I dati relativi alle polizze vita si riferiscono al "lavoro diretto italiano" (sono cioè escluse le attività riassicurate e quelle svolte da compagnie estere operanti in Italia). I dati relativi ai fondi pensione non includono i contributi relativi ai fondi pre-esistenti. Il dato totale non tiene conto delle sottoscrizioni nette di fondi comuni da parte delle gestioni patrimoniali individuali.

Nel 2007 la raccolta netta di fondi comuni promossi da intermediari esteri, pur se positiva, è fortemente diminuita rispetto al 2006 (da 21 a 4 miliardi di euro circa; -83%) a causa principalmente del deflusso di risorse rilevato nel terzo e nel quarto trimestre (rispettivamente -1,4 e -6,2 miliardi di euro). Il patrimonio gestito dai fondi esteri è aumentato (da 83 a 94 miliardi di euro; +13%), ma a un ritmo meno sostenuto rispetto all'anno precedente (+50%). È calato leggermente anche il numero di operatori di diritto estero (quasi tutti con sede legale nel Lussemburgo e in Irlanda) autorizzati alla commercializzazione di questi prodotti (da 240 a 236; Fig. 58), mentre continua a crescere il numero di fondi esteri commercializzati in Italia (da 3.244 a 3.488).

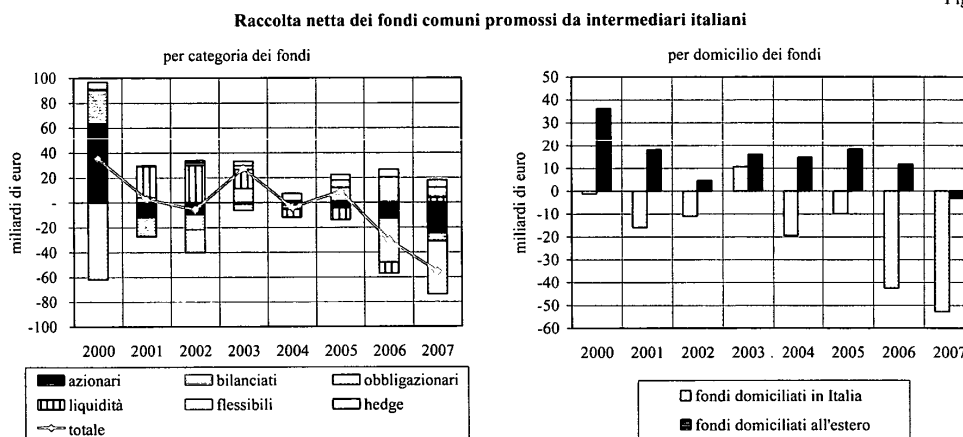
I fondi comuni promossi da intermediari italiani hanno subito un forte deflusso di risorse (56 miliardi di euro circa), che ha interessato non solo i fondi comuni domiciliati in Italia (53 miliardi di euro circa nel 2007; Fig. 59), ma anche i fondi comuni domiciliati all'estero gestiti da intermediari italiani, cosiddetti fondi *roundtrip* (3,1 miliardi di euro).

Fig. 58



Fonte: prospetti informativi.

Fig. 59

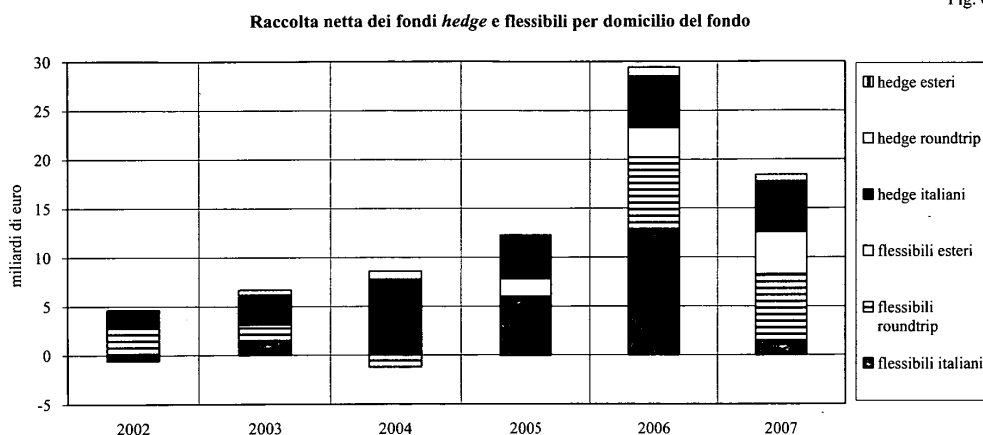


Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono alla sola raccolta presso sottoscrittori italiani fino al 2004; per gli anni successivi includono anche la raccolta presso sottoscrittori esteri.

La raccolta netta è stata negativa per i fondi obbligazionari (-43 miliardi di euro circa), per quelli azionari (-24 miliardi di euro) e per quelli bilanciati (-6,9 miliardi di euro). In controtendenza rispetto al 2006, la raccolta netta per i fondi di liquidità, invece, è stata positiva (3,8 miliardi di euro contro -8,9 miliardi di euro nel 2006). L'afflusso di risorse ha superato i riscatti anche per i fondi flessibili (8,3 miliardi di euro) e per quelli hedge (5,9 miliardi di euro).

La raccolta netta dei fondi flessibili e hedge, tuttavia, pur rimanendo di segno positivo, è diminuita rispetto al 2006 del 37%, passando da 29 a 18 miliardi di euro (Fig. 60). La flessione più significativa ha interessato i fondi flessibili italiani, per i quali la raccolta netta è scesa da 12,8 a 1,4 miliardi di euro circa.

Fig. 60

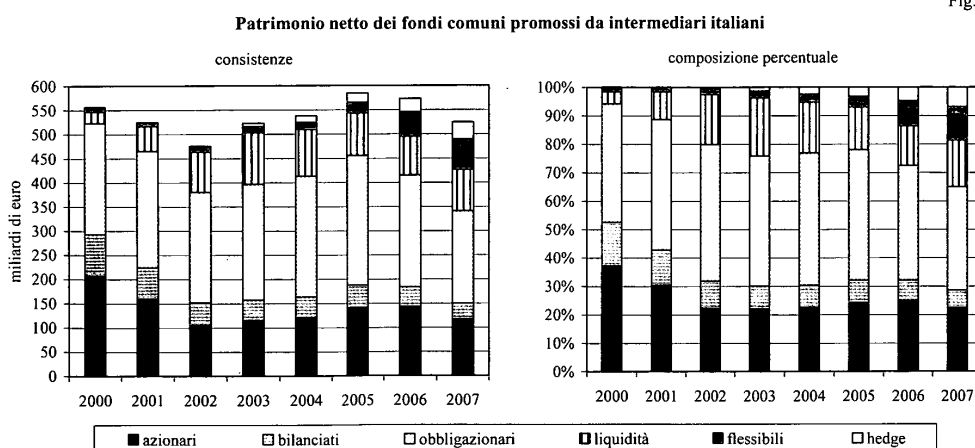


Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni.

Il patrimonio gestito dai fondi comuni promossi da intermediari italiani si è ridotto dell'8,5% (Fig. 61) a causa principalmente della diminuzione delle risorse gestite dai fondi comuni di diritto italiano (da 371 a 322 miliardi di euro; -13%); il patrimonio dei fondi *roundtrip* è rimasto, invece, stabile intorno ai 202 miliardi di euro.

Il peso dei fondi azionari sul totale del patrimonio gestito dai fondi promossi da intermediari italiani è sceso dal 25 al 22% (Fig. 61), quello dei fondi bilanciati dal 7 al 6%, mentre quello dei fondi obbligazionari dal 40 al 36%. È aumentato, invece, il peso delle risorse gestite da fondi di liquidità (dal 14 al 16%), flessibili (dal 9 al 12%) e hedge (dal 5 al 7%).

Fig. 61

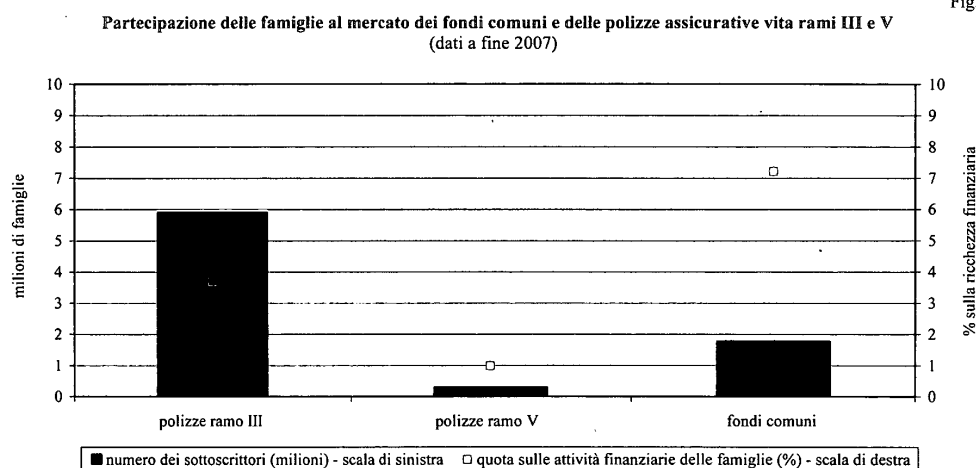


Fonte: Assogestioni. I dati comprendono i fondi aperti (armonizzati e non) di diritto italiano e quelli di diritto estero promossi da intermediari italiani (cosiddetti fondi *roundtrip*); sono inclusi i fondi di fondi. Per i fondi domiciliati all'estero i dati si riferiscono al patrimonio complessivo.

Nonostante i forti deflussi di risorse, l'incidenza dei fondi comuni sulle attività finanziarie delle famiglie rimane comunque significativa (7% circa), sebbene le polizze

vita del ramo III (polizze *linked*) risultino più diffuse tra gli investitori *retail* e le famiglie rispetto ai fondi comuni di investimento (Fig. 62). Le polizze vita del ramo V (polizze a capitalizzazione), che hanno subito significativi deflussi di risorse sia nel 2006 che nel 2007, hanno invece un peso residuale sulle attività finanziarie delle famiglie e risultano meno diffuse.

Fig. 62

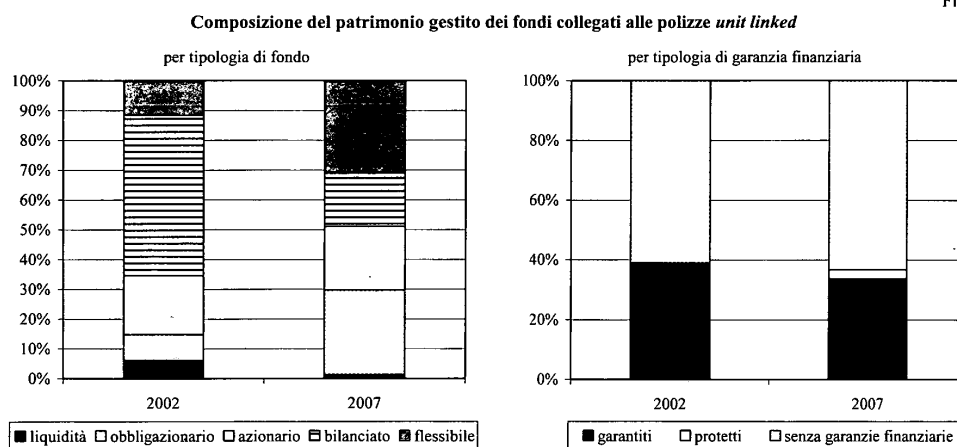


Fonte: GfK Eurisko - Multifinanziaria Retail Market 2008, Banca d'Italia, Ania. I dati sul numero di sottoscrittori di fondi sono di fonte GfK Eurisko e i dati sul numero di sottoscrittori di polizze di fonte Ania; i dati sulla quota della ricchezza finanziaria investita in fondi comuni sono di fonte Banca d'Italia; i dati sulla ricchezza investita in polizze sono di fonte Ania e Banca d'Italia. Confronta Note Metodologiche.

L'evoluzione della composizione del patrimonio gestito dei fondi interni collegati alle polizze unit linked è stata in parte differente rispetto a quella rilevata per i fondi comuni di investimento italiani. Infatti, dal 2002 al 2007 è aumentato non solo il peso dei fondi flessibili (dal 12 al 31%), ma anche quello dei fondi obbligazionari (dal 10 al 28%) (Fig. 63). Non ha subito modifiche particolarmente rilevanti, invece, la quota di patrimonio gestito investita in fondi garantiti o protetti (dal 39 al 37%) rispetto a quella investita in fondi privi di garanzie finanziarie (dal 61 al 63%).

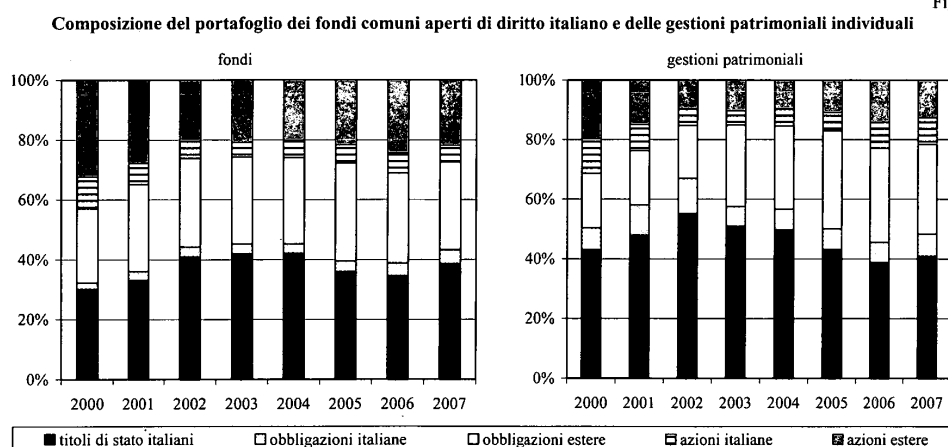
Nel 2007 le modifiche delle scelte di asset allocation dei fondi di diritto italiano hanno portato a una riduzione del peso, sul totale del portafoglio, delle azioni italiane (dal 6,7 al 5,5%) ed estere (dal 24 al 22%); è aumentato, invece, il peso dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiane (dal 39 al 43%) (Fig. 64). Le scelte di investimento delle gestioni patrimoniali individuali non sono immediatamente confrontabili con quelle dei fondi comuni, poiché circa il 37% del loro portafoglio è investito a sua volta in fondi comuni; tuttavia, ripartendo la quota investita in fondi secondo la composizione media del loro portafoglio, le gestioni individuali risulterebbero meno esposte al mercato azionario rispetto ai fondi comuni di investimento (21%). La quota delle risorse investita in titoli di Stato e obbligazioni italiane (47%), invece, risulta di poco superiore a quella rilevata per i fondi comuni italiani.

Fig. 63



Fonte: elaborazioni su dati Ania.

Fig. 64



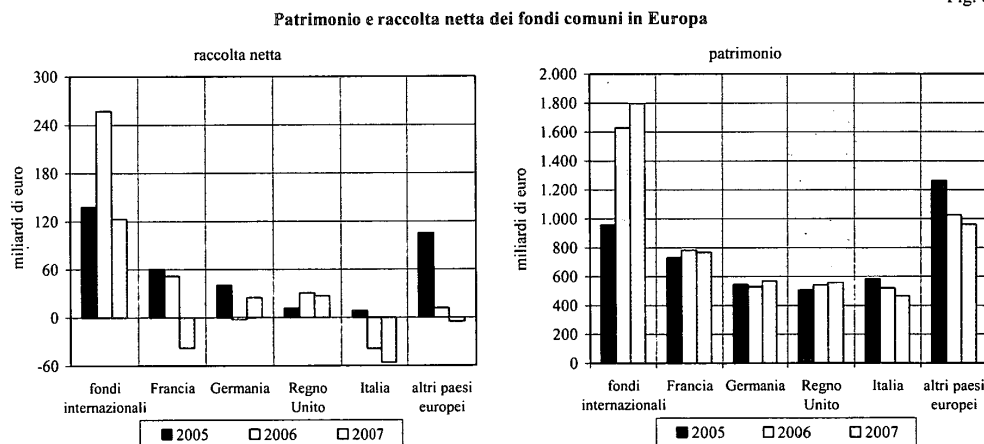
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. La quota investita in Oicr delle gestioni individuali è stata allocata alle altre attività finanziarie sulla base della composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano nell'anno di riferimento.

Nel panorama europeo l'Italia non è l'unico paese caratterizzato da un forte deflusso di risorse dai fondi comuni di investimento italiani. Nel 2007 la raccolta netta è stata largamente negativa anche in Francia (-38 miliardi di euro) e in Spagna (-14 miliardi di euro). Inoltre, la raccolta netta dei fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda e venduti su base *cross-border* in più paesi europei si è ridotta di oltre il 50% (Fig. 65). Escludendo i fondi internazionali, il mercato italiano rimane comunque al quarto posto in Europa per patrimonio gestito (dopo Francia, Germania e Regno Unito).

Nel corso del 2007 è invece continuato a crescere il mercato italiano dei fondi immobiliari (Riquadro 1).



Fig. 65



Fonte: FERI FMI. I fondi sono classificati sulla base del paese dal quale derivano la quota preponderante del patrimonio; tale criterio di classificazione può essere diverso sia da quello del paese di domicilio del fondo, come accade per i fondi cosiddetti *roundtrip*, sia da quello del paese di residenza dell'intermediario promotore. I "fondi internazionali" sono quelli domiciliati in Irlanda e Lussemburgo per i quali non è possibile identificare un singolo paese che concorre per almeno l'80% al patrimonio complessivo (cosiddetti "puri *cross border*"). Gli "altri paesi europei" sono Svizzera, Spagna, Belgio, Svezia, Austria, Olanda, Danimarca, Finlandia, Norvegia, Portogallo e Grecia. Sono esclusi i fondi di fondi.

### Riquadro 1

#### I fondi immobiliari

A fine 2007 erano presenti 22 fondi immobiliari, gestiti da 13 Sgr, negoziati su mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana. I prezzi di borsa delle quote dei fondi nel periodo 2002 – 2007 evidenziano l'esistenza di un consistente sconto rispetto ai valori di patrimonio netto (c.d. *market discount*), pari in media a oltre il 20% e la presenza di ridotti volumi di negoziazione.

Nel corso del periodo maggio-settembre 2007, l'effetto *price discovery* delle prime offerte pubbliche di acquisto (OPA) che hanno riguardato fondi immobiliari ha comportato una temporanea riduzione del *market discount* sull'intero mercato dei fondi immobiliari italiani quotati.

Considerando l'insieme dei fondi immobiliari (quotati e non quotati), a partire dal 2005 si è registrato un aumento dei fondi riservati a investitori qualificati rispetto a quelli oggetto di offerta pubblica o quotati in mercati regolamentati.

Infatti, al 31 dicembre 2007 il numero di fondi immobiliari riservati risultava preponderante (126 pari al 73,7% del totale), rispetto al numero dei fondi offerti al pubblico (28 pari al 16,4% del totale). Risulta inoltre in crescita il numero dei fondi speculativi immobiliari (17 pari al 9,9% del totale). In termini di patrimonio netto i fondi riservati hanno un peso pari al 59% circa, i fondi offerti al pubblico un peso pari al 35% circa e i fondi speculativi un peso pari al 6% circa.

Il maggiore sviluppo dei fondi immobiliari riservati, imputabile alla dismissione di rilevanti patrimoni immobiliari da parte di gruppi industriali e famiglie, è da ricollegare agli incentivi fiscali offerti dalla normativa in materia e alla forte crescita del valore degli immobili.