

### III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

#### *L'andamento del settore*

Nel corso del primo semestre del 2003, il patrimonio delle gestioni individuali e collettive ha registrato un lieve incremento, pari a poco più di un punto percentuale, rispetto ai valori rilevati a fine 2002; il relativo peso in rapporto alle attività finanziarie delle famiglie è rimasto stabile attorno al 29 per cento (Tav. III.1).

TAV. III.1

#### PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE<sup>1</sup> (VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

	COMPOSIZIONE PERCENTUALE				TOTALE	AMMONTARE	PESO SU ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE	PER MEMORIA
	FONDI ITALIANI	FONDI ESTERI <sup>2</sup>	ALTRI OICR DI DIRITTO ESTERO	GESTIONI INDIVIDUALI <sup>3</sup>				
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0	239	13,3	—
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0	362	18,6	3
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0	583	26,5	18
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0	730	30,5	34
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0	764	29,4	51
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0	765	29,7	69
2002	50,6	13,3	3,4	32,7	100,0	736	29,2	84
2003 I SEM	50,8	12,1	2,8	34,2	100,0	744	29,3	96

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Fondi controllati da gruppi italiani. <sup>3</sup> Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. <sup>4</sup> Disponibilità destinate a copertura delle riserve tecniche relative a contratti assicurativi *unit* e *index linked* (ex art. 30 d.lgs. 174/1995).

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia e nazionalità del servizio di gestione è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata alla fine dell'anno precedente. In particolare, continua ad attestarsi a poco più del 50 per cento il peso dei fondi comuni di investimento di diritto italiano; risulta in lieve calo la quota riferibile ai fondi comuni esteri controllati da gruppi italiani e degli Oicr di diritto estero. Si è confermata la tendenza in crescita delle gestioni individuali.

*L'offerta di contratti a prevalente contenuto finanziario da parte delle compagnie di assicurazione (polizze unit e index linked) ha continuato a crescere anche nel corso del 2003. In particolare, a giugno del 2003 le riserve tecniche a fronte di questa tipologia di polizze hanno registrato un incremento di 14 punti percentuali rispetto al valore di dicembre 2002 (da 84 a 96 miliardi di euro). È cresciuto, inoltre, il peso delle riserve tecniche rispetto al patrimonio gestito riferibile a fondi comuni e gestioni patrimoniali: alla fine del primo semestre del 2003, esso si attestava al 13 per cento (96 miliardi di euro su 744), a fronte dell'11 per cento circa a fine 2002 (84 miliardi di euro su 736). La quota di attività finanziarie delle famiglie rappresentata dal valore aggregato del patrimonio dei fondi comuni, delle gestioni individuali e delle riserve tecniche a fronte di contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario risultava, a metà del 2003, sostanzialmente stabile rispetto al primo semestre dell'anno precedente, attestandosi attorno al 33 per cento.*

TAV. III.2

**COMMISSIONI DA OPERAZIONI DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE DI BANCHE, SIM E SGR<sup>1</sup>**  
(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I SEM. <sup>2</sup>	2003 I SEM. <sup>2</sup>
<b>AMMONTARE</b>									
BANCHE	1.697	3.094	5.878	7.677	9.919	7.570	7.143	3.593	3.246
IN PERCENTUALE DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	3,7	6,7	10,6	13,3	15,0	10,9	10,5	10,0	9,7
SIM <sup>3</sup>	1.190	1.590	2.434	2.513	3.021	1.740	2.033	752	433
SGR <sup>4</sup>	—	—	...	...	536	519	662	269	338
<b>TOTALE</b>	<b>2.887</b>	<b>4.684</b>	<b>8.312</b>	<b>10.190</b>	<b>13.476</b>	<b>9.828</b>	<b>9.839</b>	<b>4.613</b>	<b>4.017</b>
<b>RIPARTIZIONE IN PERCENTUALE</b>									
BANCHE	58,8	66,1	70,7	75,3	73,6	77,0	72,6	77,9	80,8
SIM	41,2	33,9	29,3	24,7	22,4	17,7	20,7	16,3	10,8
SGR	--	—	...	...	4,0	5,3	6,7	5,8	8,4
<b>TOTALE</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

<sup>2</sup> I dati relativi al primo semestre del 2003 sono provvisori. <sup>3</sup> I valori includono i dati annuali e semestrali relativi alla fine del periodo considerato. <sup>4</sup> Dati riferiti alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

Nel primo semestre del 2003 è perdurata la tendenza, già registrata a partire dal 2001, alla contrazione dei ricavi dalla prestazione di servizi di investimento, passati complessivamente da 4,6 miliardi di euro nel primo semestre del 2002 a 4 miliardi (-13 per cento; Tav. III.2). La disaggregazione di tale dato per tipologia di soggetto rivela un calo sensibile per le Sim (-42 per cento). Per le banche, la diminuzione dei proventi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento è stata pari a 10 punti percentuali circa; il contributo di tale voce al margine di

intermediazione continua a ridursi (9,7 per cento contro il 10 per cento del primo semestre 2002). I ricavi delle Sgr derivanti dalla gestione di portafogli su base individuale sono cresciuti del 26 per cento circa.

La quota delle banche sui ricavi totali derivanti dalla prestazione di servizi di investimento è lievemente cresciuta rispetto a quella rilevata nel primo semestre del 2002 (dal 78 all'81 per cento circa); lo stesso fenomeno si osserva per le Sgr, la cui quota sui ricavi totali è passata dal 6 a poco più dell'8 per cento; la quota delle Sim si è invece ridotta dal 16 all'11 per cento circa.

### ***La gestione collettiva del risparmio***

Il patrimonio gestito da fondi comuni di investimento ha registrato, nei primi 9 mesi del 2003, un andamento difforme fra Unione Europea e Stati Uniti. Nei paesi dell'Unione Europea, esso è cresciuto, rispetto al valore di fine 2002, di circa 13 punti percentuali; negli Stati Uniti, invece, si è registrato un calo di circa 8 punti percentuali (Tav. aIII.1). Il dato relativo ai paesi dell'Unione Europea è il risultato di una raccolta netta positiva e del rialzo dei corsi azionari verificatosi a partire dal secondo trimestre.

*La Francia e il Lussemburgo continuano a detenere la maggior quota di mercato, essendo il relativo patrimonio gestito pari, rispettivamente, al 25 per cento e al 24 per cento circa del patrimonio gestito nell'Unione Europea. Sostanzialmente invariata la posizione dell'Italia, che con una quota del patrimonio gestito pari all'11 per cento circa si attesta al terzo posto, seguita dal Regno Unito.*

*I dati relativi alla composizione del patrimonio per tipologia di fondo mostrano, al 30 settembre 2003, una situazione stabile per il mercato europeo (Tav. III.3). Negli Stati Uniti, per contro, si è assistito a un aumento del peso dei fondi azionari (passati dal 42 al 47 per cento circa del patrimonio gestito), al quale è corrisposto una diminuzione della quota di patrimonio gestita da fondi monetari (passati dal 36 al 30 per cento circa). Tale ricomposizione ha accentuato il divario esistente tra Europa e Stati Uniti con riguardo alla quota di patrimonio gestita da fondi azionari.*

Con riferimento al mercato italiano, e in particolare agli operatori di diritto nazionale, nel 2003 è diminuito sia il numero di Sgr, passate da 57 a 55, sia il numero di fondi operativi, passati da 1.072 a 1.012 (Tav. aIII.2). Per il primo anno, a partire dal 2000, si è registrata una raccolta netta positiva pari a 6,6 miliardi di euro. Tale dato è dovuto alle sottoscrizioni dei fondi di liquidità, obbligazionari e flessibili: per i primi la raccolta netta continua a essere positiva dal 2001, per gli ultimi due si è invece passati da una raccolta netta negativa a una positiva. L'ammontare dei riscatti ha superato quello delle sottoscrizioni sia per i fondi azionari che per quelli bilanciati: il saldo negativo è, in valore assoluto, più contenuto rispetto agli anni precedenti, verosimilmente a causa della ripresa dei mercati azionari. Il patrimonio gestito dagli operatori di diritto nazionale è cresciuto nel corso dell'anno portandosi a 379 miliardi di euro (361 a fine 2002).

*Nel corso dell'anno è proseguita la crescita del numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia (Tav. III.3). In particolare, le società che offrono al pubblico quote di organismi di investimento collettivo è passato da 186 a 201; di queste circa l'80 per cento ha sede legale in Lussemburgo. Il numero di fondi/comparti commercializzati in Italia ha registrato una lieve crescita, più contenuta di quella rilevata a fine 2002 (+2 per cento).*

TAV. III.3

**COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO DA FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO  
PER TIPOLOGIA DI FONDO: EUROPA E STATI UNITI<sup>1</sup>**  
(VALORI IN PERCENTUALE)

	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>
<b>EUROPA</b>					
AZIONARI	42,9	45,3	39,9	32,3	32,1
BILANCIATI	15,3	16,7	15,4	14,1	13,5
OBBLIGAZIONARI	28,0	23,8	27,3	31,7	31,5
MONETARI	11,9	11,9	15,4	19,9	20,5
ALTRO	1,9	2,3	2,0	2,0	2,4
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
<b>STATI UNITI</b>					
AZIONARI	59,0	56,9	48,9	41,8	46,5
BILANCIATI	5,6	5,0	5,0	5,1	5,6
OBBLIGAZIONARI	11,8	11,6	13,3	17,6	17,7
MONETARI	23,6	26,5	32,8	35,5	30,2
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Fefsi. Il dato relativo all'Europa include, oltre ai paesi dell'Unione Europea, Repubblica Ceca, Ungheria, Norvegia, Polonia, Svizzera. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Dati riferiti alla fine del terzo trimestre.

La composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano a fine 2003 è sensibilmente mutata rispetto a quella rilevata a fine 2002 (Tav. III.4). È aumentata la quota di patrimonio investita in titoli di stato italiani, passata dal 36 al 54 per cento circa, mentre si è ridotta dal 42 al 27 per cento circa la quota investita in titoli esteri. Quest'ultimo dato è spiegato dal calo della quota delle obbligazioni estere (dal 25 al 9 per cento circa) non compensato da un pari incremento delle azioni estere (la cui quota è infatti cresciuta in misura marginale rispetto all'anno precedente). Rimane contenuta la quota riferibile a titoli azionari e obbligazionari italiani (7 per cento a fronte del 9 per cento a fine 2002).

## TAV. III.4

**COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO DEI FONDI COMUNI DI DIRITTO ITALIANO**  
 (VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO; DATI DI FINE PERIODO)

PATRIMONIO		COMPOSIZIONE PERCENTUALE						
		TITOLI DI STATO	OBBLIGAZIONI ITALIA	AZIONI ITALIA	OBBLIGAZIONI ESTERE <sup>1</sup>	AZIONI ESTERE	TOTALE ESTERO	ALTRI ATTIVITÀ
1990	25	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	66	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	102	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	190	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	372	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	475	34,2	2,7	10,1	21,5	25,8	47,3	5,7
2000	450	28,1	2,3	10,7	22,6	29,1	51,7	7,2
2001	404	30,3	3,5	7,1	25,8	24,7	50,5	8,6
2002	361	36,0	3,8	5,3	24,9	17,4	42,3	12,6
2003	379	54,3	2,9	4,5	8,8	18,3	27,1	11,1

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Il dato comprende anche i titoli di Stato.

Gli assetti proprietari delle Sgr si presentano sostanzialmente stabili rispetto agli anni precedenti (Tav. III.5). Rimane preponderante la presenza dei gruppi bancari, ai quali è riconducibile il 92,6 per cento del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento di diritto italiano; è tornata ai valori del 2001 la quota riferibile ai gruppi assicurativi (4,4 per cento); continua a essere marginale la quota di patrimonio gestito relativa a intermediari finanziari non bancari e persone fisiche.

La diffusione di prodotti assicurativi a prevalente o esclusivo contenuto finanziario continua a rappresentare un fenomeno rilevante nel mercato italiano. Nell'ambito del ramo vita, le polizze denominate *unit linked* e *index linked* si pongono in competizione con le tradizionali forme di investimento a medio e lungo termine, come i fondi comuni di investimento. Tale dato trova conferma nelle statistiche relative al peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria delle famiglie che, fra il 1999 e il 2002, è quasi raddoppiato, a fronte di una diminuzione del peso degli investimenti in fondi comuni di circa 3 punti percentuali (Riquadro 4).

TAV. III.5

**ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ  
DI GESTIONE DI FONDI COMUNI<sup>1</sup>**  
(PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO)

SOGGETTO CONTROLLANTE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GRUPPI BANCARI	83,9	93,9	94,0	91,6	93,9	92,0	92,6
GRUPPI ASSICURATIVI	7,9	5,1	4,9	3,9	4,3	5,5	4,4
JOINT VENTURE	6,0	0,1	0,2	--	--	--	--
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	1,2	0,2	0,2	4,3	1,1	1,7	2,7
PERSONE FISICHE	1,0	0,7	0,7	0,2	0,7	0,8	0,2
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>						

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Il Sole 24 Ore. Si veda la sezione Note metodologiche. <sup>1</sup> Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Riccardo Vassalli

**Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi**

Il settore delle assicurazioni sulla vita ha subito una trasformazione innotevole a partire dagli anni sessanta. Giocano 50 per cento della raccolta dei premi del settore vita e sono in forte calo il collocamento di prodotti a prevalente o esclusivo contenuto finanziario. Tali prodotti si pongono in competizione diretta con i prodotti tradizionali del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni individuali, fondi pensione, etc.), rispetto ai quali presentano un elevato grado di sostanzialità.

Per effetto della citata "finanziarizzazione" dei prodotti assicurativi del ramo vita, è diventata ormai consuetudine includere nelle statistiche del risparmio gestito la quota delle riserve del ramo vita detenute dalle assicurazioni. Le riserve del ramo vita forniscono, infatti, un'indicazione approssimativa dell'ammontare del risparmio gestito dagli intermediari assicurativi.

Tra il 1999 e il 2002, il peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuto dal 4,9 al 7,6 per cento, mentre il peso degli investimenti in fondi comuni è sceso dal 22 al 19,7 per cento. Prendendo come riferimento invece l'intero patrimonio gestito dai 11 investitori istituzionali (al netto delle duplicazioni), tra il 1999 e il 2002, la quota del risparmio assicurativo è cresciuta dal 15,5 al 22,5 per cento, mentre la quota dei fondi comuni è scesa dal 59,5 al 42,6 per cento.

INCIDENZA DEL RISPARMIO GESTITO SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE <sup>1</sup> (VALORI PERCENTUALI)				
	1999	2000	2001	2002
FONDI COMUNI <sup>2</sup>	22,0	21,3	20,8	19,7
ASSICURAZIONI <sup>3</sup>	4,9	5,2	6,1	7,6
FONDI PENSIONE	....	2,8	2,2	2,2
GESTIONI PATRIMONIALI <sup>4</sup>	8,0	6,8	8,3	9,5
<b>TOTALE</b>	<b>34,9</b>	<b>36,1</b>	<b>37,4</b>	<b>39,0</b>

Fonte: Assogestioni. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Inclusi i fondi esteri e i fondi chiusi. <sup>3</sup> Riserve tecniche ramo vita al netto dell'investimento in quote di fondi comuni. <sup>4</sup> Il dato si riferisce alle gestioni patrimoniali individuali al netto dell'investimento in quote di fondi comuni.

Nell'ambito del ramo vita le polizze, denominate "unit-linked", e quelle denominate "index-linked", rappresentano i prodotti assicurativi a più elevato contenuto finanziario. Il rendimento delle polizze "unit-linked" sono aggiornati a quelli di fondi gestiti dal mercato delle compagnie di assicurazione (9,8 per cento del cash) e compiamente a fondi esteri. Il numero di tali polizze commercializzate in Italia (e quindi il numero di fondi interni gestiti dalle compagnie di assicurazione) è passato, fra il 1999 e il 2002 (da 201 a 1.175), superando il numero di fondi aperti (al 31 dicembre 2002, da 1.072 al fine 2002). Al fine del riconoscimento di polizze "unit-linked" parallelamente cresciuto il patrimonio gestito dalle assicurazioni (passato da 21 miliardi di euro nel 1999 a circa 45 miliardi di euro al fine marzo 2003). Il patrimonio dei fondi interni delle assicurazioni si è attestato al marzo 2003, al 14,25 per cento del patrimonio gestito dai fondi comuni (pari a 360 miliardi di euro).

Le scelte di investimento delle compagnie di assicurazione sono assai più aggressive di quelle dei fondi comuni. Al marzo 2003, i fondi interni delle assicurazioni erano investiti per oltre il 45 per cento in azioni (il dato risultava pari solo al 19 per cento per i fondi comuni).

Le polizze "index-linked" offrono rendimenti parametrati a indici (spesso azionari) o paUPI di strumenti finanziari e sono quindi simili a prodotti quali le obbligazioni strutturate. Le riserve a fronte di tali contratti sono crescite da 13,0 a 35,9 miliardi di euro fra il 1999 e il 2002 e il loro peso rispetto alle obbligazioni bancarie strutturate è passato nello stesso periodo dal 9 al 16 per cento circa.

Al 31 dicembre 2002 il patrimonio complessivo riconducibile alle polizze "linked" (ossia all'aggregato dei prodotti "unit" e "index") era pari a 80,3 miliardi di euro, il 35,5 per cento risultava riferibile a compagnie assicuratrici controllate da gruppi bancari italiani (cioè gruppi in cui l'attività prevalente è quella bancaria), il 30,6 per cento a compagnie facenti capo a gruppi italiani assicurativi (ossia gruppi in cui l'attività

assicuratori, e quindi l'equivalente del 1,9 per cento dei gruppi assicurativi e bancari esistenti al momento, mentre è essenzialmente a compagnie controllate da gruppi industriali diversi dai italiani. Ora, dato che i gruppi bancari italiani hanno una presenza elevata nel settore delle polizze, l'1,7 per cento superiore a quella dei gruppi assicurativi italiani, in particolare i primi cinque gruppi bancari controllano il 10,4 per cento circa del mercato.

**POLIZZE UNIT LINKED E FONDI COMUNI:  
ASSET ALLOCATION A CONFRONTO<sup>1</sup>  
(VALORI PERCENTUALI AL 31/03/2003)**

CATEGORIA	UNIT LINKED				FONDI COMUNI			
	TITOLI DI DEBITO	AZIONI	ALTRO	TOTALE	TITOLI DI DEBITO	AZIONI	ALTRO	TOTALE
AZIONARI	10,9	81,9	7,2	100,0	0,8	84,1	15,1	100,0
BILANCIATI	50,5	44,1	5,4	100,0	49,3	39,9	10,8	100,0
OBBLIGAZIONARI	83,6	7,7	8,7	100,0	91,1	1,1	7,8	100,0
MONETARI	64,2	0,4	35,5	100,0	76,9	0,0	23,1	100,0
FLESSIBILI	43,5	29,0	26,5	100,0	37,6	44,8	17,6	100,0
<i>TOTALE</i>	<i>44,9</i>	<i>45,1</i>	<i>10,0</i>	<i>100,0</i>	<i>68,0</i>	<i>19,0</i>	<i>13,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione su dati ANIA e Assogestioni. <sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Al di fuori che riguarda i canali di distribuzione dei prodotti assicurativi, la precedente contenuto finanziario (polizze linked e polizze a capitalizzazione). Il sistema bancario ha assunto un ruolo di assoluto predominio. Nel 2002, la raccolta inutile di questi prodotti è inconducibile per il 65 per cento agli sportelli bancari e per il 20 per cento direttamente finanziari. Agenti e brokers assicurativi hanno invece un ruolo assai limitato, contribuendo per il 13 per cento circa alla raccolta premi complessiva.

### *I servizi di investimento*

Nel corso del primo semestre del 2003, come si è già ricordato, si è registrata una contrazione, rispetto allo stesso periodo del 2002, delle commissioni attive derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento da parte di Sim e banche; sono invece cresciuti i ricavi delle Sgr (Tav. III.6).