

*Le cartolarizzazioni dei crediti e il mercato delle asset backed securities*

Il mercato italiano della cartolarizzazione dei crediti ha conosciuto negli ultimi anni un notevole sviluppo, essenzialmente grazie all'adozione della legge 130/1999 che per la prima volta ha disciplinato in maniera esplicita la materia. Sulla base delle operazioni effettuate nel 2003, l'Italia risulta infatti il secondo mercato in Europa, con una quota del 13 per cento, preceduta dal Regno Unito (46 per cento).

Dall'entrata in vigore della legge 130/99 fino al 31 dicembre 2004, le società veicolo di diritto italiano hanno emesso *asset backed securities* (Abs) per un controvalore complessivo di circa 150 miliardi di euro (Tav. II.8).

Tav. II.8

Numero e controvalore delle emissioni di Abs effettuate ai sensi della legge 130/1999  
(valori monetari in milioni di euro)

Anno di emissione	Numero	Controvalore
1999	6	8.521
2000	24	12.006
2001	57	32.961
2002	41	30.608
2003	40	30.141
2004	39	35.038
<i>Totale</i>	<i>207</i>	<i>149.275</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Securitisation.it.

Dopo una forte crescita, il numero di operazioni ha mostrato nel 2002 una contrazione del 32 per cento circa rispetto al 2001, per poi rimanere pressoché stabile negli anni successivi. Il controvalore delle nuove emissioni ha registrato, per contro, dapprima un calo nel 2002 e 2003 (pari, rispettivamente al 7 e al 9 per cento circa), seguito nel 2004 da un incremento del 6 per cento circa (Tav. aII.3).

*La disaggregazione degli Abs, emessi nel periodo 1999 – 2004, in base alla tipologia dei crediti ceduti mostra la rilevanza, per numero di operazioni, dei crediti in bonis, seguita dai crediti da operazioni di leasing e dai crediti in sofferenza; rilevante è anche il numero di operazioni ascrivibili al settore pubblico.*

*Considerando il controvalore delle emissioni, sempre nel periodo 1999 – 2004, la tipologia più rilevante è quella rappresentata dai crediti pubblici, che hanno dato luogo a emissioni per circa un terzo del controvalore totale nel periodo esaminato. Seguono le cartolarizzazioni di crediti in bonis, la cui crescita è verosimilmente legata alla crescita del mercato dei mutui ipotecari, e il comparto delle operazioni sui crediti da leasing. Con riferimento alle operazioni relative ai crediti in sofferenza, che si collocano al quarto posto, si è registrata, nell'intervallo temporale considerato, una contrazione sempre più accentuata anche in seguito al venire meno della disciplina civilistica e fiscale di favore, prevista dalla legge 130/1999 per le operazioni effettuate entro due anni dalla data di entrata in vigore della legge stessa.*

*Con riferimento al peso delle diverse tranches di Abs per grado di subordinazione emesse a fronte delle varie tipologie di crediti, si rileva che per tutte le tipologie di operazioni (ad esclusione di quelle relative ai crediti in sofferenza) l'uso delle tranches junior e mezzanine è risultato marginale sia nel 2003 che nel 2004 (Tav. II.9). La quasi totalità delle emissioni è stata quindi collocata presso investitori diversi dall'originator. Con riferimento alle*

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

cartolarizzazioni del settore pubblico, si osserva come nel biennio 2003-2004 non è stata emessa alcuna tranche junior; tuttavia, queste operazioni sono spesso assistite da interventi legislativi ad hoc volti a ridurre il livello di rischio.

Tav. II.9

Composizione delle emissioni di Abs per tranches di subordinazione e tipologia di crediti sottostanti  
(valori in percentuale)

	2003			2004		
	Junior	Mezzanine	Senior	Junior	Mezzanine	Senior
Crediti in sofferenza	51,7	2,5	45,7	--	--	--
Crediti <i>in bonis</i>	3,0	5,3	91,8	1,3	5,9	92,9
Crediti di soggetti pubblici	--	0,9	99,1	--	--	100,0
Crediti da operazioni di leasing	4,1	5,8	90,1	0,7	6,0	93,4
Prestiti personali e credito al consumo	3,6	4,4	92,1	1,5	4,9	93,6

Fonte: Securitisation.it. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Al 31 marzo 2004, le consistenze complessive di titoli rivenienti da operazioni di cartolarizzazione *ex lege* 130/1999 (ossia realizzate tramite società veicolo di diritto italiano) risultavano pari a circa 96 miliardi di euro (Tav. II.10). La quota maggiore di Abs in circolazione risulta riferibile a crediti di soggetti pubblici (26 per cento del totale), seguita da quella originata da crediti *in bonis* (24,6 per cento). Le sofferenze rappresentano il 13,1 per cento del mercato degli Abs, per un controvalore in circolazione pari a 12,5 miliardi di euro.

Tav. II.10

Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia di credito sottostante  
(dati relativi agli Abs emessi ai sensi della legge 130/1999; valori monetari in milioni di euro)

	Controvalore	Peso sul totale <sup>1</sup>
Crediti di soggetti pubblici	24.825	26,0
Crediti <i>in bonis</i>	23.483	24,6
Crediti da canoni di leasing	14.797	15,5
Crediti in sofferenza	12.548	13,1
Prestiti personali e credito al consumo	7.626	8,0
Altri prestiti e obbligazioni	5.851	6,1
Altro	4.137	4,3
Non identificabile	2.383	2,5
<i>Totale</i>	<i>95.650</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Kler's e Securitisation.it. <sup>1</sup> Valori in percentuale.

La disaggregazione per tipologia di gruppo cui fa capo l'*originator* mostra che la maggior parte delle Abs in circolazione a marzo 2004 è stata originata da imprese appartenenti a gruppi bancari (62 per cento circa); seguono il settore pubblico (28 per cento), le imprese appartenenti a gruppi industriali o di servizi (5 per cento) e le società appartenenti a gruppi finanziari non bancari (4 per cento circa ; Tav. II.11).

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.11

Abs in circolazione a marzo 2004 per tipologia del gruppo di appartenenza della società cedente "originator"  
(dati relativi agli Abs emessi ai sensi della legge 130/1999; valori monetari in milioni di euro)

	Controvalore	Peso sul totale <sup>1</sup>
Banche	58.947	61,6
Quotate	43.236	
Non quotate	15.711	
Stato e soggetti pubblici	26.905	28,1
Imprese non finanziarie	4.496	4,7
Società finanziarie	3.542	3,7
Assicurazioni	505	0,5
Non identificabile	1.255	1,3
<i>Totale</i>	<i>95.650</i>	<i>100,0<sup>2</sup></i>

Fonte: Elaborazioni su dati Kler's e Securitisation.it. <sup>1</sup> Valori in percentuale. <sup>2</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

### *I sistemi di scambi organizzati*

Nel maggio del 2003, la Commissione ha assoggettato i sistemi di scambi organizzati (Sso) a obblighi di segnalazione più stringenti sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi (si veda anche il Capitolo V "La vigilanza sui mercati").

Il fenomeno degli Sso ha assunto dimensioni rilevanti: nel primo semestre del 2004 negli oltre 300 sistemi di scambi organizzati sono stati trattati circa 20.000 titoli, il numero dei contratti è stato pari a circa due milioni, per un controvalore di quasi 44 miliardi di euro (Tav. II.12).

*Circa il 90 per cento dei titoli trattati è rappresentato da obbligazioni bancarie, nella stragrande maggioranza dei casi emessi dallo stesso gruppo di appartenenza dell'organizzatore lo scambio organizzato. A questi titoli è riferibile circa il 40 per cento delle negoziazioni complessive, sia in termini di numero di contratti che di controvalore degli scambi.*

*Per questa tipologia di strumenti finanziari, gli elementi di rischio per gli investitori possono derivare soprattutto dalla presenza di caratteristiche "strutturate" nella definizione dei rendimenti e/o nelle clausole di rimborso: tali caratteristiche sono presenti per oltre 6.000 obbligazioni bancarie corrispondenti a circa il 30 per cento del totale delle obbligazioni bancarie negoziate negli Sso. Su questi titoli strutturati, nel primo semestre 2004, sono stati effettuati 416 mila contratti per un controvalore di circa 7 miliardi di euro. Si tratta di circa la metà dei contratti effettuati negli Sso su obbligazioni bancarie e di oltre un terzo del totale del loro controvalore.*

*Rilevante è anche la negoziazione di titoli emessi da organismi pubblici, nazionali o sovranazionali, ai quali è riferibile oltre il 46 per cento del controvalore degli scambi. Gli emittenti della maggior parte dei titoli pubblici trattati sono lo Stato italiano e altri paesi industrializzati o organismi internazionali, ma non è irrilevante la presenza di scambi su titoli emessi da paesi non Ocse, alcuni dei quali ad elevato rischio. In particolare, sono stati negoziati titoli emessi da Stati classificati dalle agenzie di rating con un giudizio inferiore all'investment grade per oltre 600 milioni di euro.*

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tav. II.12

Titoli negoziati sugli scambi organizzati nel periodo gennaio-giugno 2004  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero	Controvalore scambi	Numero di contratti <sup>1</sup>
<i>Obbligazioni</i>	19.555	25.116	1.211
Banche	18.117	16.908	813
Corporate	1.071	6.147	293
Organismi internazionali	367	2.061	105
<i>Titoli di Stato</i>	714	18.411	543
Italiani	184	16.733	486
Esteri	530	1.678	57
<i>Azioni</i>	200	594	97
Banche	64	231	32
Corporate	136	363	65
<i>Totale</i>	20.469	44.121	1.851

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Valori in migliaia.

Le obbligazioni emesse da società non finanziarie negoziate nei primi sei mesi del 2004 sugli scambi organizzati sono state oltre 1.000. Di queste, circa un quinto sono emesse da società italiane o da società estere appartenenti a gruppi italiani, che sono state oggetto di quasi 90.000 contratti di compravendita per un controvalore di circa 2 miliardi euro. Dalle stime Consob, risulta che circa il 60 per cento del totale delle obbligazioni emesse dai gruppi italiani alla fine di giugno 2004 sia stato oggetto di negoziazione negli scambi organizzati nel semestre precedente. Solo una minima parte di queste obbligazioni risulta quotata su un mercato regolamentato italiano. Oltre la metà di esse è invece quotata sul mercato lussemburghese.

La maggior parte dei titoli (circa l'85 per cento) viene negoziata su un solo Sso, ma esiste comunque un numero rilevante di titoli che viene negoziato su diversi sistemi, offrendo quindi agli investitori la possibilità (almeno teorica) di poter confrontare le condizioni di transazione su più sistemi concorrenti: oltre 2.000 titoli sono stati infatti negoziati su un numero di Sso compreso tra 2 e 5 e quasi 900 titoli su più di 5 Sso (Tav. II.13).

Tav. II.13

Distribuzione dei titoli per numero di scambi organizzati in cui sono trattati  
(valori monetari in milioni di euro)

Numero di Sso	Obbligazioni	Titoli di Stato	Azioni	Totale
1	17.027	204	181	17.412
2 - 5	1.870	285	19	2.174
> 5	658	225	--	883
<i>Totale</i>	19.555	714	200	20.469

Fonte: Consob.

I sistemi di scambi organizzati non costituiscono un fenomeno omogeneo, in quanto presentano caratteristiche strutturali profondamente diversificate riguardo alla sistematicità delle negoziazioni, alla composizione, all'ampiezza e alla liquidità dell'insieme dei titoli negoziati.

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Un aspetto rilevante, data la crescente importanza dei sistemi di scambi organizzati nella negoziazione di strumenti finanziari, riguarda la continuità delle negoziazioni, in quanto solo in presenza di una regolarità di negoziazioni possono essere realizzate condizioni soddisfacenti di liquidità.

Dalle rilevazioni effettuate sui primi due trimestri del 2004, risulta che solo il 50 per cento circa dei titoli negoziati ha avuto scambi in entrambi i trimestri; si riscontra inoltre una maggiore regolarità di negoziazione per le obbligazioni bancarie, mentre le contrattazioni di corporate bonds sembrano presentare un carattere maggiormente episodico.

Solo il 50 per cento degli Sso presenta una certa stabilità del listino, cioè una percentuale di titoli scambiati in entrambi i trimestri superiore al 50 per cento, e solo per circa il 10 per cento la stabilità supera il 75 per cento. La stabilità del listino cresce al crescere della liquidità degli Sso, cioè con il numero medio giornaliero di transazioni effettuate: una stabilità superiore al 50 per cento caratterizza infatti circa l'80 per cento degli Sso che hanno avuto una media giornaliera di transazioni superiore a 100, il 60 per cento circa degli Sso che hanno avuto una media giornaliera compresa tra 10 e 100 e solo il 40 per cento degli Sso la cui media è stata inferiore a 10 (Tav. II.14).

Tav. II.14

Distribuzione degli scambi organizzati secondo la stabilità del listino e la liquidità degli scambi

Stabilità del listino <sup>1</sup>	Liquidità <sup>2</sup>			Totale <sup>3</sup>
	< 10	11 - 100	> 100	
0 - 25	30	7	--	37
26 - 50	81	29	7	117
51 - 75	64	45	15	124
> 75	10	12	11	33
<i>Totale</i>	<i>185</i>	<i>93</i>	<i>33</i>	<i>311</i>

Fonte: Consob. <sup>1</sup> Percentuale di titoli scambiati sia nel primo che nel secondo trimestre 2004. <sup>2</sup> Numero medio di contratti eseguiti. <sup>3</sup> Per 19 Sso non è stato possibile calcolare l'indicatore di stabilità poiché non hanno effettuato transazioni in entrambi i trimestri.

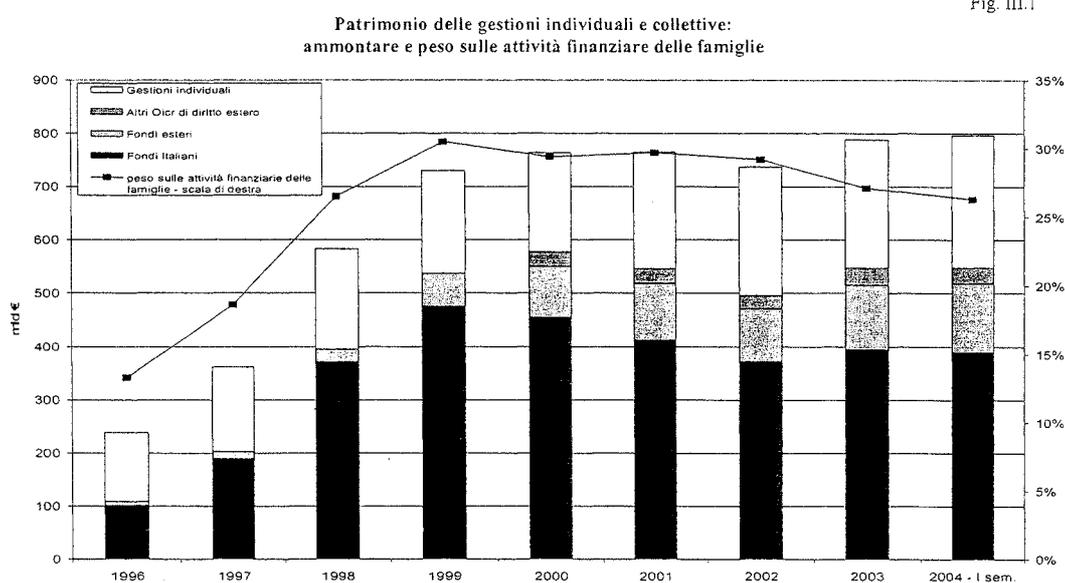
Circa il 60 per cento degli Sso ha in realtà un livello di sistematicità degli scambi molto limitato, con una media giornaliera di numero di contratti conclusi inferiore a 10. Per circa il 30 per cento degli Sso, la media giornaliera del numero di contratti conclusi è compresa tra 10 e 100, mentre solo per il 10 per cento degli Sso la media giornaliera supera i 100 contratti.

### III. GLI INTERMEDIARI

#### *L'intermediazione mobiliare*

Il patrimonio delle gestioni individuali e collettive alla fine del primo semestre 2004 si è attestato a 797 miliardi di euro, a fronte di 788 miliardi di euro rilevati alla fine dell'anno precedente, registrando una crescita di poco superiore all'1 per cento (Fig. III.1). Il peso sulle attività finanziarie delle famiglie è lievemente calato, portandosi dal 27,1 per cento del 2003 al 26,3 per cento.

Fig. III.1



Scala di sinistra: Ammontare del patrimonio gestito - Scala di destra: Peso del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie  
Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia e nazionalità del servizio di gestione non ha subito variazioni sostanziali rispetto all'anno precedente (Tav. III.1).

*In particolare, si registra una lieve contrazione del peso dei fondi comuni italiani (passati dal 50,2 per cento nel dicembre 2003 al 49 per cento del giugno 2004) e degli Oicr di diritto estero (dal 4,1 al 3,7 per cento); viceversa si rileva un lieve incremento della quota riferibile ai fondi esteri controllati da gruppi italiani (dal 15,2 al 16,1 per cento) e delle gestioni individuali (dal 30,5 al 31,2 per cento).*

Nel primo semestre del 2004, i ricavi di banche, Sim e Sgr derivanti dalla prestazione di servizi di investimento si sono attestati attorno a 4,2 miliardi di euro, registrando una crescita superiore al 6 per cento rispetto al primo semestre dell'anno precedente (si veda il paragrafo: *I servizi di investimento*, Tav. III.7). Si interrompe, pertanto, il calo rilevato a partire dal 2001. Una parziale inversione di tendenza si rileva altresì con riferimento all'andamento dei proventi per tipologia di intermediario. I proventi delle banche presentano, infatti, un incremento pari a circa 8 punti percentuali nel periodo considerato. Parimenti positiva, sebbene inferiore a quella registrata negli anni precedenti, la variazione dei ricavi delle Sgr derivanti dalla gestione di

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

portafogli su base individuale (+12 per cento). Continua, invece, la contrazione dei proventi per le Sim (-7 per cento circa).

Tav. III.1

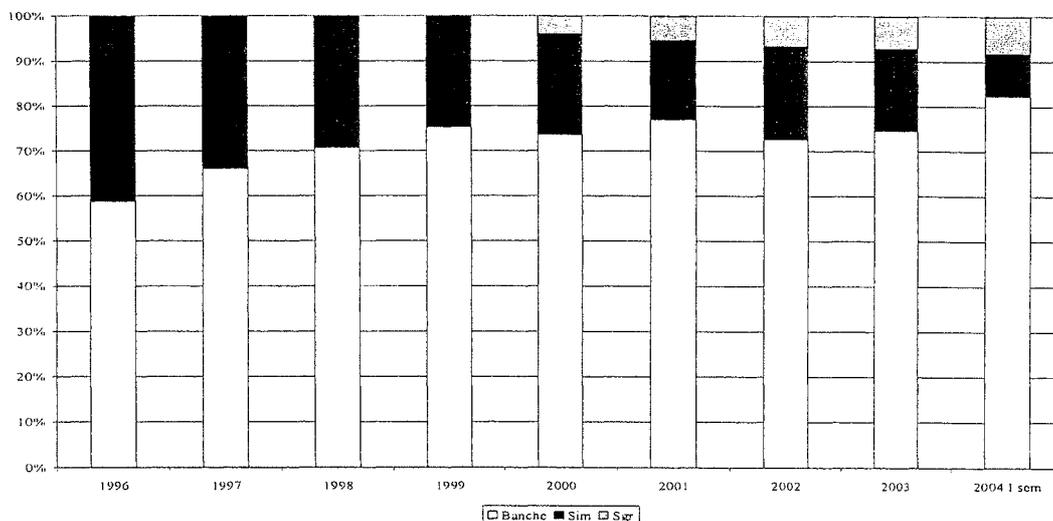
Composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia di prodotto<sup>1</sup>  
(valori percentuali)

	Fondi italiani	Fondi esteri <sup>2</sup>	Altri Oicr di diritto estero	Gestioni individuali <sup>3</sup>	Totale
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0
2002	50,6	13,3	3,4	32,7	100,0
2003	50,2	15,2	4,1	30,5	100,0
2004 <sup>4</sup>	49,0	16,1	3,7	31,2	100,0

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> Dati al primo semestre.

Fig. III.2

Commissioni da servizi di investimento di banche, Sim e Sgr  
(ripartizione per soggetto)



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. I dati relativi al primo semestre del 2004 sono provvisori. Per le Sgr, i dati si riferiscono alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

La quota dei ricavi totali da servizi di investimento riconducibile rispettivamente a banche, Sim e Sgr è rimasta, nel primo semestre 2004, sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata l'anno precedente (Fig. III.2). In particolare, il peso dei ricavi delle banche sui ricavi totali si è attestato attorno all'82 per cento

(81 per cento a giugno 2003); quello delle Sim è risultato pari a circa il 10 per cento (registrando così un calo di poco più di un punto percentuale rispetto all'anno precedente); la quota delle Sgr è pressoché invariata (8 per cento circa).

### La gestione collettiva del risparmio

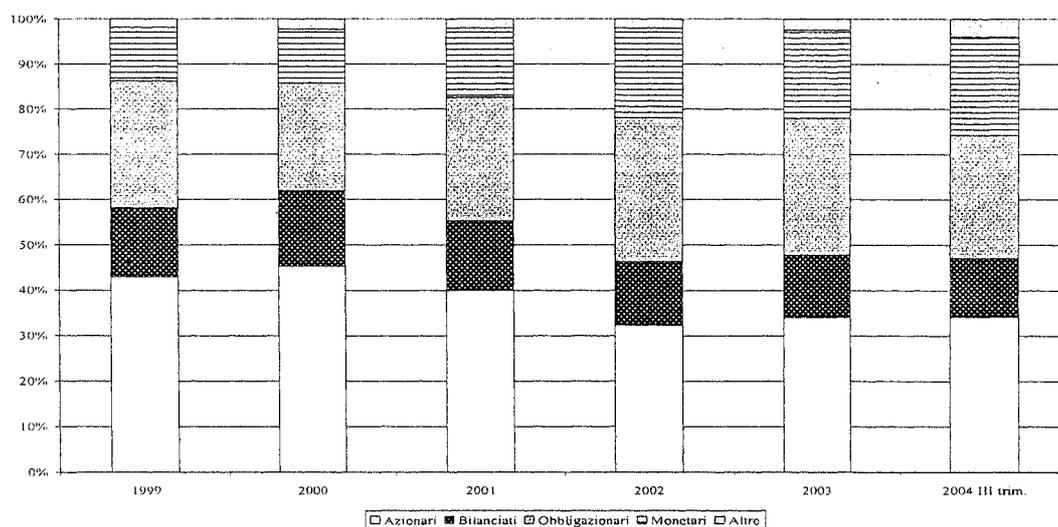
Nei primi 9 mesi del 2004, il patrimonio gestito da fondi comuni di investimento in Europa e negli Stati Uniti ha registrato, rispetto al valore di fine 2003, un incremento sostanzialmente simile (pari rispettivamente a circa 8 e 6 punti percentuali; Tav. aIII.1). Per i paesi Europei presi in considerazione, si stima che l'incremento del patrimonio gestito sia ascrivibile alla raccolta netta positiva e al rialzo dei corsi azionari in misura quasi paritetica.

Con riferimento ai paesi Europei esaminati, si registra una sostanziale stabilità delle rispettive quote di mercato. Francia e Lussemburgo detengono la quota maggiore (25 per cento), confermando il dato rilevato negli anni precedenti. L'Italia si attesta al terzo posto, in linea con la posizione dell'anno precedente sebbene con una quota di mercato in calo (9,5 per cento a fronte del 10,6 per cento a fine 2003); segue, con una quota di poco più del 9 per cento, il Regno Unito. La riduzione della quota dell'Italia è legata, oltre che alla riduzione del patrimonio gestito dai fondi italiani (si veda anche oltre), alla crescita del mercato in paesi con regimi fiscali di particolare favore.

Con riguardo alla composizione del patrimonio per tipologia di fondo, a fine settembre 2004 si confermano le tendenze già emerse nel corso del 2003 rispettivamente per il mercato europeo e per quello statunitense. In particolare, per il mercato europeo risultano stabili le quote dei fondi azionari (34 per cento) e bilanciati (13 per cento); la quota del comparto monetario mostra una lieve crescita (portandosi al 22 per cento circa a fronte del 20 per cento circa alla fine dell'anno precedente) compensata da una riduzione del peso riferibile ai fondi obbligazionari (27 per cento a fronte del 30 per cento di dicembre 2003; Fig. III.3).

Fig. III.3

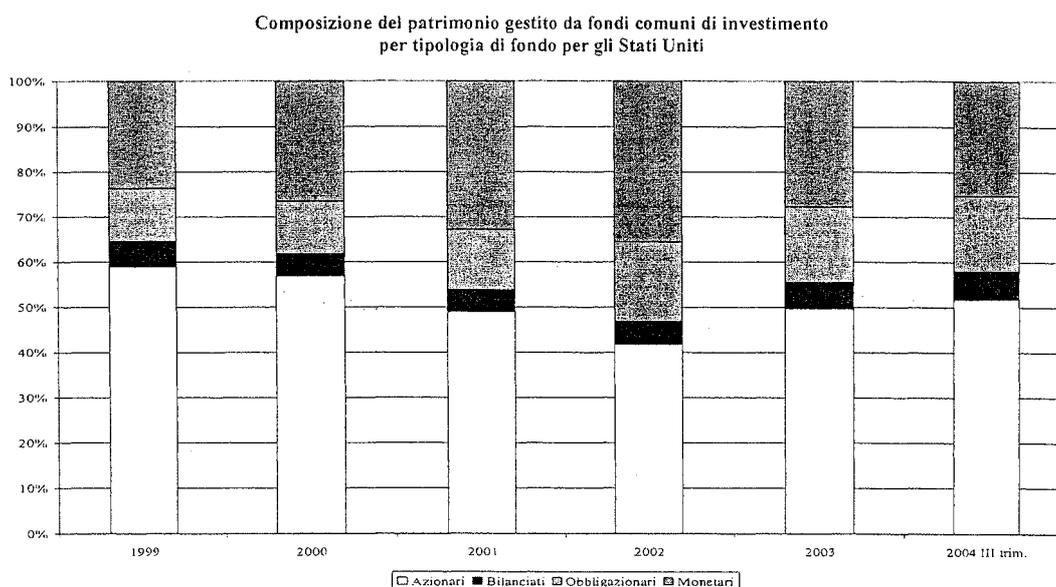
Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo per alcuni paesi europei



Fonte: Fefsi. I dati si riferiscono, oltre ai paesi di cui alla Tav. aIII.1, alla Repubblica Ceca, Ungheria, Norvegia, Polonia, Svizzera.

La composizione del patrimonio rilevata per il mercato statunitense conferma e accentua le divergenze rispetto a quello europeo (Fig. III.4). La differenza maggiore si coglie rispetto alla quota di patrimonio gestita da fondi azionari, che ammonta al 52 per cento circa degli Stati Uniti; rilevante è altresì la differenza rispetto alla quota riconducibile a fondi obbligazionari, che negli Stati Uniti è pari al 17 per cento circa.

Fig. III.4



Con riguardo alla struttura del mercato italiano e in particolare agli operatori di diritto nazionale, risulta immutato rispetto al 2003 il numero di Sgr, pari a 55, mentre è ulteriormente diminuito il numero di fondi operativi, passati da 1.030 a 988 (Tav. aIII.2). La raccolta netta, dopo il valore positivo registrato l'anno precedente, è tornata negativa, in linea con la tendenza emersa a partire dal 2000. La differenza tra riscatti e sottoscrizioni, pari a circa 30 miliardi di euro, è in valore assoluto la maggiore rilevata sinora. A tale dato ha contribuito anzitutto l'andamento della raccolta netta relativa ai fondi obbligazionari, seguito da quello riferibile rispettivamente ai fondi di liquidità, azionari e bilanciati; il saldo è positivo solo per i fondi flessibili. È parallelamente diminuito il patrimonio gestito che, a dicembre 2004, era pari a 363 miliardi di euro circa (383 miliardi l'anno precedente).

Il numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia è in flessione, essendo passato da 201 a fine 2003 a 188 a fine 2004 (Tav. aIII.3). La maggior parte di tali soggetti ha sede legale in Lussemburgo (82 per cento). L'offerta complessiva di fondi/comparti commercializzati in Italia ha registrato una lieve crescita (+1 per cento).

La composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano rilevata a fine 2004 si presenta sostanzialmente stabile rispetto agli anni precedenti (Tav. III.2). In particolare, il peso dei titoli di stato italiani, dopo aver raggiunto il valore minimo del 28 per cento nel 2000, si è attestato, a fine 2004, attorno al 38 per cento (37 per cento a fine 2003). La quota investita in titoli esteri rimane attorno al 45 per cento: il 27 per cento è riferibile a obbligazioni (inclusi i titoli di stato esteri) mentre il rimanente 18 per cento alle azioni. Rimane modesta, sebbene in lieve crescita rispetto al 2003, la quota riferibile a titoli azionari e

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

obbligazionari italiani (l'8 per cento del portafoglio a fine 2004 a fronte del 7,3 per cento rilevato l'anno precedente).

Tav. III.2

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 italiani	Obbligazioni Italia	Azioni Italia	Obbligazioni estere <sup>1</sup>	Azioni estere	Totale estero	Altre 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	2,6	10,0	21,8	25,6	47,4	5,8
2000	453	28,0	2,3	10,6	22,8	29,0	51,8	7,3
2001	407	30,3	3,4	7,0	26,1	24,6	50,7	8,6
2002	364	35,9	3,8	5,3	25,2	17,3	42,6	12,4
2003	383	36,9	2,9	4,4	26,3	18,3	44,6	11,1
2004	363	37,8	2,8	5,2	26,8	18,1	44,9	9,4

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

Gli assetti proprietari delle Sgr non hanno subito sostanziali modifiche rispetto agli anni precedenti (Tav. III.3). In particolare, circa il 92 per cento del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento è riconducibile a gruppi bancari; è in lieve aumento la presenza di gruppi assicurativi (5,3 per cento); si conferma marginale il ruolo degli intermediari finanziari non bancari e delle persone fisiche.

Tav. III.3

Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni<sup>1</sup>  
(percentuali sul totale del patrimonio gestito)

	Soggetto controllante					Totale
	Gruppi bancari	Gruppi assicurativi	Joint venture	Intermediari finanziari non bancari	Persone fisiche	
1997	83,9	7,9	6,0	1,2	1,0	100,0
1998	93,9	5,1	0,1	0,2	0,7	100,0
1999	94,0	4,9	0,2	0,2	0,7	100,0
2000	91,6	3,9	--	4,3	0,2	100,0
2001	93,9	4,3	--	1,1	0,7	100,0
2002	92,0	5,5	--	1,7	0,8	100,0
2003	92,6	4,4	--	2,7	0,2	100,0
2004	91,9	5,3	--	2,1	0,7	100,0

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.

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Nel triennio 2001 – 2003 i costi a carico degli Oicr aperti armonizzati hanno registrato un incremento passando dall'1,01 all'1,18 per cento della massa gestita (Tav. III.4). L'analisi disaggregata per categoria di fondi mostra che, in entrambi gli anni considerati, i fondi azionari risultano essere i più costosi (con un peso delle relative commissioni totali pari, rispettivamente, all'1,53 e al 2,32 per cento), seguiti dai fondi flessibili (per i quali si registrano valori pari rispettivamente, all'1,39 e al 2,16 per cento). L'incidenza delle commissioni ha registrato la crescita maggiore per i fondi di liquidità (+64 per cento circa); seguono i fondi flessibili e azionari (rispettivamente, +55 e +51 per cento circa) e i comparti degli Oicr bilanciati (+35 per cento) e obbligazionari (+ 25 per cento).

Tav. III.4

Costi a carico degli Oicr aperti armonizzati  
(valori percentuali)

	2001						2003					
	Liquidità	Azionari	Obbligazionari	Bilanciati	Flessibili	Totale	Liquidità	Azionari	Obbligazionari	Bilanciati	Flessibili	Totale
<b>Peso sulla massa gestita</b>												
Oneri totali di banca depositaria	0,05	0,09	0,06	0,06	0,09	0,07	0,07	0,13	0,08	0,09	0,13	0,09
Commissioni di gestione	0,32	1,37	0,67	0,93	1,06	0,90	0,53	1,87	0,82	1,19	1,48	1,00
Commissioni aggiuntive e altre commissioni	..	..	..	..	0,09	..	..	0,04	..	0,03	0,26	0,02
Commissioni di incentivo	..	0,05	0,01	0,01	0,15	0,03	..	0,26	0,02	0,07	0,23	0,07
Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	..	0,03	..	0,02	0,01	0,01	..	0,03	..	0,01	0,06	0,01
<b>Totale</b>	<b>0,37</b>	<b>1,53</b>	<b>0,74</b>	<b>1,02</b>	<b>1,39</b>	<b>1,01</b>	<b>0,60</b>	<b>2,32</b>	<b>0,93</b>	<b>1,39</b>	<b>2,16</b>	<b>1,18</b>
<b>Ripartizione percentuale<sup>1</sup></b>												
Oneri totali di banca depositaria	13,2	5,6	8,0	6,0	6,3	6,7	11,4	5,5	9,1	6,5	6,1	7,7
Commissioni di gestione	86,4	89,2	89,8	91,0	75,9	89,3	88,4	80,7	88,1	85,6	68,6	84,4
Commissioni aggiuntive e altre commissioni	..	0,1	..	..	6,2	0,2	..	1,7	0,2	1,8	12,2	1,3
Commissioni di incentivazione	0,4	3,1	1,8	1,5	10,7	2,5	..	11,0	2,3	5,2	10,5	5,9
Provvigioni corrisposte ad altri intermediari	0,1	2,1	0,4	1,6	0,9	1,3	0,1	1,1	0,3	0,8	2,7	0,7
<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>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

La tipologia di onere che contribuisce in misura maggiore ai costi a carico degli Oicr è quella delle commissioni di gestione, sebbene la relativa incidenza abbia registrato, complessivamente, una flessione passando dall'89,3 per cento nel 2001 all'84,4 per cento nel 2003. Il calo maggiore si registra per i fondi azionari e flessibili (rispettivamente, circa 9 e 8 punti percentuali); i fondi di liquidità sono gli unici ad aver registrato un incremento (circa 2 punti percentuali).

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Con riguardo alle commissioni di incentivo, il peso maggiore si rileva per i fondi azionari e flessibili sia nel 2001 che nel 2003; il contributo al totale degli oneri ha altresì registrato in entrambi i casi un incremento di 11 punti percentuali nel triennio considerato.

L'analisi della struttura e dell'evoluzione di taluni indicatori contabili tratti dal rendiconto al 2003 delle Sgr che gestiscono fondi comuni aperti di diritto italiano mostra alcune relazioni tra costi operativi, patrimonio gestito e commissioni applicate dai gestori (Riquadro 5).

## Riquadro 5

**Costi operativi e struttura commissionale dei fondi comuni aperti italiani**

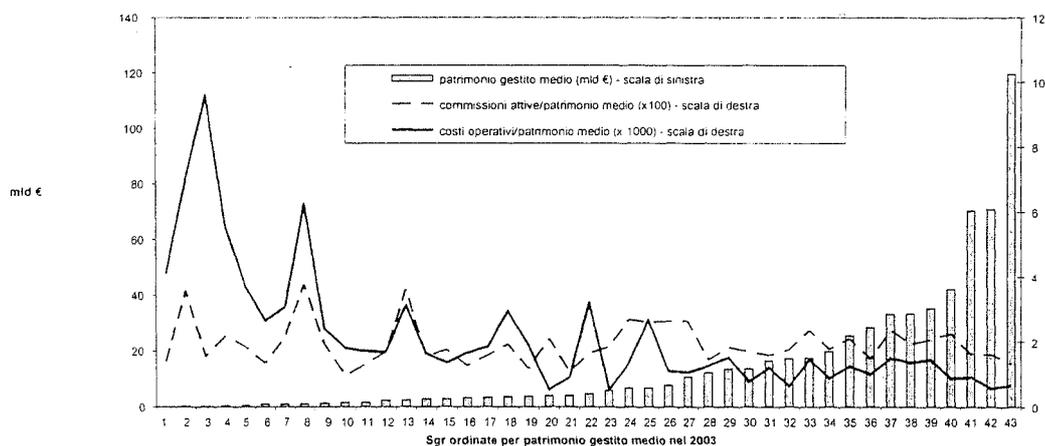
La struttura dei costi dei fondi comuni aperti italiani è generalmente caratterizzata dalla presenza di una commissione una-tantum corrisposta in fase di sottoscrizione, una commissione di gestione liquidata annualmente dal fondo e, eventualmente, dalle commissioni di incentivazione.

Il complesso di tali commissioni è destinato a remunerare sia l'attività di gestione sia, tramite retrocessione di una quota parte delle stesse, i servizi di distribuzione/consulenza prestati dai collocatori dei fondi comuni di investimento.

Un'analisi basata sui dati di rendiconto dei fondi aperti al 31 dicembre 2003, per un campione di 43 Sgr, ha evidenziato che le commissioni di gestione costituiscono circa l'89 per cento del totale dei costi commissionali a carico dell'investitore e del fondo, seguite dalle commissioni di incentivazione (7 per cento) e dalle commissioni di sottoscrizione (4 per cento); è marginale il peso delle commissioni di rimborso.

La remunerazione dei soggetti distributori costituisce a sua volta in media oltre il 70 per cento del costo sostenuto direttamente e indirettamente dall'investitore in quote di fondi. In particolare, le commissioni di sottoscrizione e rimborso sono retrocesse interamente al collocatore, mentre le commissioni di gestione e di incentivazione sono retrocesse in media, rispettivamente, nella misura del 73 e del 50 per cento. Tali retrocessioni interessano in larga parte le reti distributive del gruppo di appartenenza della Sgr (prevalentemente, reti di sportelli bancari).

Dimensioni, costi e commissioni attive delle Sgr  
(dati 2003)



Fonte: Elaborazione su dati di rendiconto e bilanci delle Sgr. I costi operativi comprendono il costo del personale, i costi per consulenze, i costi dei servizi informatici e altri costi amministrativi. Le commissioni attive includono le commissioni di sottoscrizione, rimborso, gestione e incentivo percepite dalle Sgr.

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Utilizzando i dati contabili relativi all'anno 2003 delle Sgr considerate, sono stati presi in esame tre indici: il rapporto tra il totale dei costi operativi della Sgr (costo del personale, costi per consulenza, costi servizi informatici e altri costi amministrativi) e il patrimonio medio gestito da ciascuna Sgr; il rapporto tra il totale delle commissioni attive (sottoscrizione, rimborso, gestione e incentivo) percepite dalle Sgr e il relativo patrimonio complessivo gestito (Commissioni attive/Patrimonio medio); l'incidenza del totale delle commissioni passive (collocamento e mantenimento) liquidate dalle Sgr ai distributori sul totale delle commissioni attive percepite dalle Sgr.

Dall'andamento dei suddetti indici si possono trarre alcune indicazioni di carattere qualitativo.

In primo luogo, l'incidenza dei costi operativi sulla massa gestita sembra decrescere in modo più che proporzionale al crescere della massa gestita; ciò confermerebbe l'esistenza di economie di scala.

In secondo luogo, l'incidenza dei costi sostenuti dai sottoscrittori di fondi comuni sulla massa gestita (commissioni attive/massa gestita) appare indipendente dalle dimensioni del patrimonio gestito dalla singola Sgr, collocandosi attorno a un valore medio di poco inferiore al 2 per cento.

Infine, non emerge una relazione netta tra la quota di commissioni attive retrocesse alle reti di vendita e la dimensione della massa gestita (il peso delle commissioni retrocesse oscilla tra un valore minimo del 20 a un massimo del 100 per cento del totale delle commissioni attive); l'incidenza della remunerazione delle reti di vendita sembrerebbe dunque tendenzialmente indipendente dalla dimensione della massa gestita.

Nel corso del 2004 è continuato lo sviluppo del mercato dei fondi comuni di investimento di tipo chiuso e, in particolare, dei fondi immobiliari, che investono prevalentemente in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (Tav. III.5).

Tav. III.5

Struttura del mercato dei fondi immobiliari chiusi  
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società di gestione	Numero fondi operativi	Patrimonio	Composizione delle attività <sup>1</sup>			
				Immobili e diritti reali	Strumenti finanziari <sup>2</sup>	Valori mobiliari e liquidità	Altro
2001	9	11	2.686	54,5	1,4	31,8	12,4
2002	10	14	3.394	69,9	3,9	14,2	12,0
2003	10	18	4.414	77,8	4,1	11,7	6,4
2004 <sup>3</sup>	11	22	5.525	75,2	3,2	12,8	8,8

Fonte: Assogestioni. <sup>1</sup> Dati in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Partecipazioni e strumenti rappresentativi di operazioni di cartolarizzazioni. <sup>3</sup> I dati sono riferiti al primo semestre.

*In particolare, nel periodo 2001 – primo semestre 2004, il patrimonio è più che raddoppiato, portandosi a oltre 5.500 milioni di euro circa. I dati di composizione del portafoglio mostrano che immobili e diritti reali immobiliari pesano per poco più del 75 per cento, le partecipazioni in società immobiliari per il 3 per cento circa, valori mobiliari e liquidità per il 13,4 per cento mentre il restante 8,8 per cento è riconducibile ad altre attività. Nel primo semestre del 2004, il totale degli acquisti di immobili per conto dei fondi è stato di circa 1.597 milioni di euro. Tali dati non si discostano in maniera significativa da quelli rilevati per i fondi immobiliari oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio (Riquadro 6).*

**Riquadro 6****I fondi immobiliari oggetto di sollecitazione al pubblico risparmio**

Al 31 dicembre del 2004, risultano istituiti 30 fondi immobiliari gestiti da 15 Sgr (di cui 10 specializzate esclusivamente nella gestione di fondi immobiliari). Dei 30 fondi immobiliari, 22 sono stati oggetto di sollecitazione all'investimento, mentre i rimanenti erano riservati (od offerti esclusivamente) a investitori qualificati.

Nel corso del 2004, sono stati ammessi a quotazione sul Mercato Telematico dei Fondi, gestito da Borsa Italiana Spa, 4 fondi immobiliari; il numero complessivo di fondi immobiliari quotati si è così portato a 15. La mediana della distribuzione del *market discount* (ossia del differenziale tra il prezzo di quotazione e il valore attuale netto delle quote), calcolato al 30 giugno 2004, è pari al 31,5 per cento. Tale dato non si discosta significativamente da quello rilevato al 30 giugno dell'anno precedente (quando i fondi quotati ammontavano a 8).

Al 30 giugno 2004, la leva finanziaria (pari al rapporto tra il totale delle passività e il valore complessivo netto del fondo) per i fondi immobiliari oggetto di sollecitazione è risultata pari a 1,26 rispetto a 1,13 dell'anno precedente.

Con particolare riferimento alla struttura patrimoniale dei fondi immobiliari ad apporto privato (oggetto di sollecitazione), la leva finanziaria è stata pari a 1,85 rispetto a 1,25 nel 2003.

Struttura patrimoniale dei fondi immobiliari oggetto di sollecitazione  
(milioni di euro)

	2003 <sup>1</sup>	2004 <sup>1</sup>
<b>Attivo</b>		
Strumenti finanziari	551	646
Immobili e diritti reali immobiliari	2.644	3.907
Liquidità <sup>2</sup>	165	200
Altre attività <sup>3</sup>	265	343
<i>Totale</i>	<i>3.625</i>	<i>5.097</i>
<b>Passivo</b>		
Totale delle fonti di debito:	424	1.046
- finanziamenti ricevuti	325	818
- strumenti finanziari derivati	2	4
- debiti verso partecipanti	..	4
- altre passività	98	220
Valore complessivo netto del fondo	3.201	4.050
<i>Totale</i>	<i>3.625</i>	<i>5.097</i>

Fonte: Dati di rendiconto. <sup>1</sup> I dati sono riferiti al primo semestre. <sup>2</sup> Somma di liquidità e crediti per Pronti Contro Termine attivi. <sup>3</sup> Somma di crediti, depositi bancari, altri beni, altre attività.

**I servizi di investimento**

Nel corso del 2004 il numero dei soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento è diminuito, confermando la tendenza già registrata negli anni precedenti (Tav. III.6). La riduzione riguarda, tuttavia, solo le Sim e le fiduciarie che hanno fatto registrare 21 cancellazioni dall'albo a fronte di 5 nuove iscrizioni (-12 per cento; Tav. aIII.5). Tale fenomeno risulta ascrivibile, da un lato, alla volontaria uscita dal mercato di

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

soggetti marginali (8 casi), dall'altro, al processo di concentrazione delle Sim e delle fiduciarie in altre tipologie di intermediari operanti nel mercato mobiliare, caratterizzati da polifunzionalità (banche).

Tav. III.6

## Intermediari per servizi di investimento autorizzati

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Sim</b>							
<i>Numero soggetti autorizzati</i>	191	183	171	162	158	131	115
Negoziazione per conto proprio	69	60	55	51	45	38	30
Negoziazione per conto terzi	72	65	60	62	60	49	41
Collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	38	37	36	34	32	23	17
Collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	106	111	109	109	112	87	78
Gestione su base individuale	102	99	91	85	80	70	60
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	80	75	79	93	89	74	63
Numero medio di servizi per soggetto	2,4	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6	2,5
<b>Banche</b>							
<i>Numero soggetti autorizzati</i>	806	813	781	753	725	710	716
Negoziazione per conto proprio	569	607	587	576	558	544	552
Negoziazione per conto terzi	547	544	532	519	492	434	440
Collocamento con preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	240	276	276	276	266	264	273
Collocamento senza preventiva sottoscrizione <sup>1</sup>	585	737	726	712	691	679	684
Gestione su base individuale	220	256	253	250	240	241	248
Ricezione e trasmissione di ordini e mediazione	805	798	766	738	710	692	699
Numero medio di servizi per soggetto	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,0

Fonte: Consob e Banca d'Italia. <sup>1</sup> Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

Con riferimento agli intermediari bancari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, si registra un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti: il numero di soggetti abilitati ha infatti subito un incremento pari a circa l'1 per cento passando dai 710 del 2003 ai 716 del 2004.

Nel corso del primo semestre del 2004, le commissioni attive derivanti dalla prestazione di servizi di investimento da parte di Sim e banche hanno mostrato, rispetto allo stesso periodo del 2003, un andamento difforme (Tav. III.7). In particolare, come si è già ricordato, per le Sim è perdurata la contrazione già rilevata in passato; per le banche invece si è registrato un incremento. Sono altresì cresciuti i proventi da gestione di patrimoni su base individuale da parte delle Sgr.

Per le Sim, le voci di ricavo che hanno subito la maggiore contrazione sono quelle relative al collocamento (-56 per cento) e alla gestione di portafogli (-35 per cento); seguono quelle riferibili alla negoziazione titoli (-23 per cento) e alla raccolta ordini (-15 per cento). Gli introiti relativi all'offerta fuori sede sono, invece, più che triplicati.

Per le banche, i proventi derivanti dalla negoziazione titoli e dalla raccolta ordini mostrano i tassi di crescita maggiori (rispettivamente, +25 e +15 per cento); seguono i ricavi relativi all'offerta fuori sede (+13 per cento), alla gestione individuale di portafogli (+6 per cento) e al collocamento (+4 per cento circa).

La crescita degli introiti relativi alle gestioni individuali delle banche non riflette l'andamento della ripartizione del patrimonio per soggetto gestore rilevata nel corso del primo semestre del 2004. Analogamente a quanto emerso

## XIV LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

negli anni precedenti, infatti, la quota di patrimonio gestita dalle banche su base individuale è calata, passando dal 41 per cento circa a fine 2003 al 38 per cento circa al 30 giugno 2004 (Fig. III.5). Continua invece la crescita della quota di patrimonio gestita dalle Sgr (passata dal 54 al 57 per cento), mentre risulta stabile la quota riferibile alle Sim (pari a circa il 5 per cento). Il patrimonio complessivo si è attestato ai 420 miliardi di euro, registrando così una crescita pari al 3 per cento rispetto alla fine del 2003.

Tav. III.7

Commissioni da servizi di investimento<sup>1</sup>  
(milioni di euro)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1° sem. 2003 <sup>2</sup>	1° sem. 2004 <sup>2</sup>
<b>Banche</b>										
Negoziazione titoli	201	363	915	807	1.068	736	517	469	205	256
Collocamento	646	1.389	2.682	4.157	5.344	4.123	3.965	3.888	1.854	1.919
Gestione di patrimoni	358	559	851	1.236	1.189	1.093	1.041	972	443	469
Raccolta ordini	314	510	967	948	1.563	809	766	853	329	378
Offerta fuori sede	178	273	463	529	755	809	853	807	414	469
<b>Totale</b>	<b>1.697</b>	<b>3.094</b>	<b>5.878</b>	<b>7.677</b>	<b>9.919</b>	<b>7.570</b>	<b>7.143</b>	<b>6.988</b>	<b>3.245</b>	<b>3.490</b>
<b>Sim.</b>										
Negoziazione titoli	283	407	654	581	925	551	640	469	137	105
Collocamento	107	86	149	229	409	258	372	340	93	41
Gestione di patrimoni	189	253	451	328	301	275	494	264	103	67
Raccolta ordini	29	40	67	395	253	196	216	199	47	40
Offerta fuori sede	582	804	1.113	980	1.133	460	310	444	53	152
<b>Totale</b>	<b>1.190</b>	<b>1.590</b>	<b>2.434</b>	<b>2.513</b>	<b>3.021</b>	<b>1.740</b>	<b>2.033</b>	<b>1.715</b>	<b>433</b>	<b>405</b>
<b>Sgr</b>										
Gestione di patrimoni <sup>3</sup>	—	—	—	—	536	519	662	679	312	350
<b>Banche, Sim e Sgr</b>										
Negoziazione titoli	484	770	1.569	1.388	1.993	1.287	1.158	938	342	361
Collocamento	753	1.475	2.831	4.386	5.753	4.380	4.338	4.228	1.947	1.960
Gestione di patrimoni	547	812	1.302	1.564	2.026	1.887	2.198	1.915	858	886
Raccolta ordini	343	550	1.034	1.343	1.816	1.005	982	1.051	376	418
Offerta fuori sede	760	1.077	1.576	1.509	1.888	1.269	1.163	1.251	467	621
<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>9.383</b>	<b>3.990</b>	<b>4.245</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 sono provvisori. <sup>3</sup> Dati relativi alle sole gestioni individuali.

Con riferimento alla composizione delle gestioni patrimoniali individuali di banche, Sim e Sgr non si rilevano variazioni di rilievo rispetto alla fine del 2003 (Tav. III.8). In particolare, rimane stabile attorno al 31 per cento la quota investita in titoli di stato italiani, che si presenta tuttavia inferiore di 5 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2002. Risultano altrettanto stabili le quote riferibili alle obbligazioni e alle azioni italiane (che si attestano, rispettivamente, attorno al 12 e al 3 per cento) e alle quote di Oicr (pari al 41 per cento circa).