

BORSA ITALIANA

1828
2008
200 ANNI
DI BORSA ITALIANA

BI*t*NOTES

N. 18 - NOVEMBRE 2007

Gli investimenti azionari
internazionali di portafoglio:
quale ruolo per l'Italia?

*Alessandra Franzosi
Manuela Geranio*

La serie BitNotes è finalizzata alla diffusione delle analisi realizzate in Borsa Italiana o presentate in seminari interni su temi vicini alle problematiche del mercato borsistico. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a orientamenti di Borsa Italiana Spa

Borsa Italiana Spa, Research & Development

Segreteria di redazione: Silvana Maccari, Borsa Italiana Spa, Research & Development

© Novembre 2007 Borsa Italiana Spa

I diritti di riproduzione, di adattamento totale o parziale e di memorizzazione elettronica con qualsiasi mezzo (compresi microfilm, floppy disk o CD), sono riservati per tutti i Paesi



Gli investimenti azionari internazionali di portafoglio: quale ruolo per l'Italia?

Alessandra Franzosi^a, Manuela Geranio^b
Novembre 2007

Abstract

La globalizzazione dei mercati finanziari implica che la competitività di un Paese sia da valutarsi anche in termini della capacità di attrazione delle risorse che transitano dal mercato dei capitali. Il lavoro quantifica la portata di questo fenomeno, analizzando il contenuto della CPIS, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, prodotta dal FMI, e individua i principali *pools* di liquidità per gli investimenti internazionali di portafoglio a livello globale. Mostra inoltre il posizionamento relativo dell'Italia con particolare riferimento agli investimenti di portafoglio in titoli azionari. Ne conclude che per quanto attiene al comparto azionario, il nostro Paese sembra caratterizzato da una buona predisposizione all'investimento verso l'estero che si combina con una minore capacità di attrarre risorse dagli altri Paesi. L'Italia risulta pertanto un esportatore netto di risorse *equity* a livello mondiale. Nella definizione delle scelte di diversificazione internazionale giocano un ruolo centrale gli operatori del risparmio gestito. Parimenti, la capacità dell'Italia di importare capitali di rischio finanziari è penalizzata da una minore propensione a investire soprattutto da parte degli Stati Uniti.

Keywords: Investimenti di portafoglio; diversificazione internazionale; *equity home bias*
JEL: G11, G15, F21

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Università Bocconi - Ricercatore IEMIF; e-mail: manuela.geranio@unibocconi.it

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente gli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa. Gli autori restano gli unici responsabili di errori e imprecisioni.

Si ringraziano la dr.ssa Sandra Napolitano e il dr. Maurizio Iannaccone dell'UIC per l'utile confronto sugli aspetti metodologici di raccolta delle informazioni CPIS.



International portfolio equity investments: what about Italy?

Alessandra Franzosi^a, Manuela Geranio^b
November 2007

Abstract

Financial markets globalisation implies that the competitiveness of a country has to be judged taking into account its capability of attracting resources through the capital market. The paper tries to quantify this phenomenon using CPIS data, that is the Coordinated Portfolio Investment Survey made by IMF, also locating major liquidity pools worldwide for portfolio investments. It shows Italy's relative positioning concluding that, referring to equity investments, Italy is characterized by a good propensity in investing abroad combined with a lower capability in attracting resources coming from other countries. As a result, Italy is at global level a net exporter of resources for equity investments. Institutional investors play a crucial role in defining international diversification of Italian financial assets. Likewise, Italian lower attractiveness arises from a minor propensity of the United States – the major World exporter of resources – in investing in Italy.

Keywords: Portfolio investments; international diversification; equity home bias

JEL: G11, G15, F21

(a) Borsa Italiana Spa, Research & Development; e-mail: alessandra.franzosi@borsaitaliana.it

(b) Università Bocconi - Ricercatore IEMIF; e-mail: manuela.geranio@unibocconi.it

The opinions represent the authors' view and are not expression of any Borsa Italiana orientation. The authors are the only responsables for any possible error and inaccuracy.

We would like to thank Sandra Napolitano and Maurizio Iannaccone from UIC for useful comments regarding methodological aspects in CPIS data collection.



1. Introduzione e obiettivi

La globalizzazione dei mercati finanziari richiede sempre più che la competitività di un Paese sia valutata anche in termini di capacità di attrarre le risorse che transitano dal mercato dei capitali e che si configurano come investimenti di natura finanziaria.

La riduzione delle barriere informative, risultante dallo sviluppo dell'*information technology* e dal consolidamento dei mercati secondari, nonché la crescente necessità di diversificazione per i portafogli gestiti dagli investitori istituzionali, incentivano l'investimento in strumenti finanziari al di là dei confini nazionali, incidendo in modo significativo sui comportamenti degli operatori finanziari in termini di operazioni *cross-border*. Ciascun Paese diviene dunque fornitore di risorse ai mercati finanziari degli altri Stati, per soddisfare le proprie necessità di diversificazione. Al contempo ciascun Paese è anche attrattore di risorse in quanto destinatario di investimenti provenienti da soggetti non residenti. Anche l'Italia è ampiamente coinvolta in questo fenomeno.

Le informazioni utili a favorire una migliore misurazione e comprensione dei flussi internazionali di capitali finanziari sono oggi solo parzialmente disponibili e sono raramente oggetto di analisi e approfondimenti. La presente ricerca va nella direzione di colmare questo *gap* informativo, identificando i principali *pools* di risorse esistenti a livello mondiale e destinate agli investimenti di portafoglio. Particolare attenzione è dedicata al posizionamento relativo del nostro Paese, soprattutto per quanto attiene gli investimenti azionari.

L'interesse per il tema trova fondamento nella considerazione generale che molte scelte che le istituzioni e la comunità finanziaria sono chiamate a prendere non possono prescindere da una migliore comprensione delle dimensioni macroeconomiche dei flussi internazionali di capitali, della geografia implicita in tali flussi, di eventuali comportamenti differenziali degli investitori internazionali rispetto ai Paesi destinatari delle risorse.

Per trovare supporti teorici e verifiche empiriche utili a spiegare le caratteristiche e le determinanti degli investimenti internazionali di portafoglio è necessario far riferimento alla più vasta letteratura esistente in merito alla diversificazione internazionale di portafoglio.

In tale ambito è piuttosto copiosa la produzione in merito al cosiddetto *home bias puzzle*, messo in luce dagli economisti sin dagli anni Settanta (Levy e Sarnat, 1970; più recentemente French e Poterba, 1991 e Tesar e Werner, 1995), in base al quale vi è un sistematico sottodimensionamento degli *assets* esteri all'interno del portafoglio degli investitori nazionali rispetto ai valori ottimali suggeriti dalla teoria standard di allocazione del portafoglio.

Un secondo *puzzle* evidenziato dalla descrizione delle caratteristiche degli investimenti internazionali di portafoglio è costituito dal *turnover bias*, ovvero la tendenza dei portafogli detenuti dagli investitori esteri a essere maggiormente movimentati rispetto a quelli detenuti dagli investitori domestici (Tesar e Werner, 1995). L'entità di tale *bias* è peraltro stata rimessa in discussione da un lavoro recente (Warnock, 2001) che sottolinea la scarsa affidabilità del database originariamente utilizzato per l'analisi.

Quanto invece ai fattori responsabili delle scelte di diversificazione internazionale, diversi autori riconoscono un ruolo fondamentale alla geografia dei centri dell'informazione. Portes e Rey (2005) propongono un *gravity model* a spiegazione delle transazioni internazionali dei capitali, in cui le principali determinanti sono le dimensioni dei mercati, i costi di transazione, la distanza geografica, le asimmetrie informative. Grinblatt e Keloharju (2001) trovano che gli investitori preferiscono imprese geograficamente vicine, appartenenti a contesti linguistici e culturali simili al proprio. Anche Brennan e Cao (1997) e più recentemente Rauch (2001) trovano che le transazioni finanziarie internazionali sono correlate alla presenza di asimmetrie informative. Un lavoro di Amadi (2004) utilizzando i dati CPIS, oggetto anche della presente indagine, cerca di spiegare gli investimenti azionari di non residenti del 2001 ricorrendo a fattori esplicativi quali la comunanza linguistica, l'interscambio commerciale, i flussi migratori, supportando dunque una spiegazione *information-based* del cosiddetto *home bias*.

Nel caso specifico degli Stati Uniti, Bohn e Tesar (1996) evidenziano un legame positivo tra i flussi di investimento azionario statunitensi verso un Paese estero e la sovraperformance del mercato estero prescelto rispetto a quello domestico (cosiddetto *return chasing*). Sempre in riferimento alla scelte di diversificazione internazionale degli investitori statunitensi, Aherne, Griever e Warnock (2004) verificano l'incidenza di fattori guida nella selezione dei Paesi in cui investire. Tra questi fattori rilevano il numero di imprese estere quotate negli Stati Uniti, la dimensione del mercato locale, la presenza di eventuali restrizioni per gli investitori esteri e i differenziali rendimento-rischio.

I lavori più recenti enfatizzano il ruolo delle politiche e della qualità delle istituzioni domestiche (Gordon e Bovenberg, 1996; Burger e Warnock, 2006), dei controlli sui capitali (Edison e Warnock, 2005), della trasparenza e della *corporate governance* (Gelos e Wei, 2005; Giannetti e Koskinen, 2005) quali fattori esplicativi delle differenze negli *assets* detenuti *cross country*.

Data l'assenza di approfondimenti riguardanti il nostro Paese, la mappatura della geografia degli *assets* finanziari *cross border* per l'Italia, oggetto del presente lavoro, è parsa dunque un imprescindibile punto di partenza, in quanto consente di individuare quei centri finanziari rilevanti capaci di catalizzare i flussi italiani, siano essi in entrata che in uscita (l'esistenza di centri finanziari capaci di attirare la maggior parte dei flussi finanziari è analizzata, per esempio, in Cleaver e Warnock, 2002). Solo successivamente alla descrizione di tale contesto sarà possibile identificare spunti per un'analisi più approfondita delle determinanti che maggiormente concorrono alla geografia degli investimenti, per il nostro Paese in particolare.

Il lavoro è dunque strutturato come segue. Il paragrafo 2 è dedicato alla descrizione dei dati utilizzati, mettendo in luce alcuni *caveat* metodologici nella lettura degli stessi. Il paragrafo 3 propone la fotografia a livello mondiale degli investimenti di portafoglio, mentre il paragrafo 4 descrive il posizionamento competitivo dell'Italia e il suo peso relativo sul totale delle risorse in entrata e in uscita. Il paragrafo 5 sintetizza il confronto della situazione italiana con quella dei principali Paesi dell'Europa Continentale. Il paragrafo 6 conclude.



2. Dati e metodologia

2.1 Dati CPIS

La principale fonte informativa disponibile a livello mondiale per gli investimenti di portafoglio e che consente confronti comparati omogenei è costituita dai dati CPIS (*Coordinated Portfolio Investment Survey*), prodotti su iniziativa del Fondo Monetario Internazionale (IMF, 2002).

I dati CPIS misurano la consistenza (stock) degli investimenti internazionali di portafoglio in titoli di capitale e di debito posseduti dai residenti di ciascun Paese al 31/12 di ogni anno. Ne consegue, per esempio, che i dati sugli investimenti esteri dei residenti italiani provengono da fonte italiana, mentre i dati sugli investimenti degli stranieri in Italia sono ricostruiti dalle segnalazioni dei singoli Paesi partecipanti alla *survey*. I dati sono espressi in dollari statunitensi.

In base alla definizione dell'FMI sono considerati investimenti di portafoglio gli investimenti in strumenti finanziari (titoli di debito e titoli di capitale, quotati e non) non connessi a un rapporto di investimento diretto¹. Quest'ultimo a sua volta si qualifica in base al possesso di almeno il 10% del capitale con diritto di voto.

In sintesi quindi i dati CPIS riportano gli investimenti di residenti² in titoli emessi da non residenti effettuati esclusivamente con finalità di investimento finanziario.

I dati utilizzati per il presente studio si riferiscono al periodo 2001-2005. Dal 2001 la CPIS ha infatti assunto carattere di rilevazione regolare con frequenza annuale, con un crescente numero di Paesi partecipanti. Nella rilevazione dei dati 2005 questi sono 72 e rappresentano la parte preponderante degli investimenti internazionali di portafoglio a livello globale.

Gli investitori residenti vengono classificati in settori di appartenenza a seconda della propria attività. Tra i principali settori figurano Banche, Assicurazioni, Fondi pensione, Fondi comuni, Pubblica Amministrazione, Imprese non finanziarie, Famiglie.

Pur se si evidenziano alcune differenze da paese a paese, il grado di copertura della CPIS rispetto alle varie categorie di investitori residenti è mediamente elevato (tavola 1). Un elevato grado di copertura degli investitori per tutti i Paesi partecipanti al momento della rilevazione è fondamentale ad assicurare la significatività dei dati raccolti, visto che in particolare gli investimenti degli stranieri in un Paese sono tracciati per via indiretta.

(1) Il termine investimento diretto riflette l'obiettivo di ottenere un interesse durevole da parte di un residente in un'economia in un'impresa residente in un'altra economia. L'interesse durevole implica l'esistenza di una relazione di lungo periodo tra l'investitore diretto e l'impresa e un significativo grado di influenza (quantificato nel possesso di almeno il 10% del capitale con diritto di voto) da parte dell'investitore nella gestione dell'impresa.

(2) La residenza di un investitore è definita sulla base del 'centro di interesse economico'. Per investitori residenti si intendono anche le filiali di banche estere o gli OICR aventi domiciliazione legale all'interno del Paese. Pertanto nel caso italiano ad esempio i dati relativi a Deutsche Bank Spa saranno censiti dalle autorità italiane, mentre gli investimenti effettuati dagli OICR di diritto lussemburghese, pur se facenti capo a gruppi bancari italiani, saranno censiti dalle autorità lussemburghesi.

Tavola 1 - Metodo di raccolta dei dati CPIS e copertura per settori istituzionali

La simbologia utilizzata è la seguente: X Settore censito come investitore finale; ● Settore censito tramite depositari delle attività finanziarie; NC settore non censito.

Paesi	Settori censiti							
	Banche	Assicurazioni	Fondi pensione	Fondi comuni	PA	Imprese non finanziarie	Famiglie	Altro
Canada	X	X	X	X	X	NC	NC	NC
Francia	●	●	●	●	●	●	●	NC
Germania	X	●	●	●	●	●	●	NC
Giappone	X ●	X ●	X ●	●	●	●	●	X
Irlanda	X	X	X	X	X	X	X	X
Italia	X ●	X ●	●	X ●	●	X ●	●	NC
Lussemburgo	X	X ●	●	X ●	X	●	●	NC
Paesi Bassi	X ●	X ●	X ●	X ●	●	●	●	NC
Spagna	X ●	X	X	X	NC	X	X	X ●
Svizzera	●	●	●	●	●	●	●	NC
UK	X	X	X	X	NC	X	NC	X
US	X ●	X ●	X ●	X ●	X ●	X ●	●	X

In tutti i Paesi elencati nella tavola 1 una norma di legge individua modalità e soggetti tenuti alle segnalazioni ai fini CPIS. L'unica eccezione è rappresentata dalla Svizzera, in quanto i *custodians* elvetici comunicano i dati su base volontaria, da cui la carenza informativa riscontrata in alcuni casi per questo Paese.

In termini di settori censiti la copertura è piuttosto completa e omogenea. Uniche eccezioni rilevanti sono rappresentate dai dati del Regno Unito, che non comprendono le famiglie³, e da quelli del Canada, che mancano anche dei dati sulle imprese non finanziarie. Per entrambi questi Paesi si può quindi assumere che i dati CPIS rappresentino una stima per difetto degli investimenti di portafoglio internazionali.

Ciascun Paese sceglie se organizzare la raccolta dei dati presso gli investitori finali, i *custodians* o entrambe le fonti (come ad esempio nel caso dell'Italia). Inoltre le segnalazioni possono essere raccolte su base aggregata o per singolo titolo (ad esempio facendo riferimento ai codici ISIN come accade in Italia).

Per quanto riguarda la metodologia di valutazione degli *assets* investiti, quasi tutti i principali Paesi aderenti alla CPIS utilizzano per i titoli quotati la valorizzazione al valore di mercato. Per i titoli non quotati si segnalano maggiori differenze. In particolare Francia, Irlanda e Svizzera utilizzano un valore di mercato stimato. Canada, Germania, Giappone, Lussemburgo e Stati Uniti utilizzano un metodo misto. L'Italia utilizza il valore di libro, Paesi Bassi, Spagna e Regno Unito non dichiarano i metodi di valutazione applicati.

Infine, i dati CPIS distinguono gli investimenti di portafoglio per tipologia di *asset* finanziario tra *short term bonds*, *long term bonds* e *equity*. Questi ultimi comprendono sia gli investimenti in azioni sia quelli in quote di fondi comuni d'investimento.

(3) La minor detenzione diretta di titoli nel Paese in questione, dove il 60% della ricchezza delle famiglie è gestita da investitori istituzionali, fa peraltro presumere che tale omissione non infici la significatività complessiva dell'analisi.



2.2 Le segnalazioni CPIS provenienti dall'Italia

Le segnalazioni per la CPIS provenienti dall'Italia hanno a oggetto la detenzione di *assets* esteri da parte di residenti italiani. Materialmente la raccolta dati è curata dall'UIC (Ufficio Italiano Cambi). La fonte dei dati è di fatto mista, in quanto basata sia su rilevazione censuaria che su campionamento stratificato (UIC, 2004).

Sono tenuti alle segnalazioni su base censuaria:

- nel duplice ruolo di depositari e di investitori finali: banche, OICR, SIM, Poste Italiane;
- solo nella veste di investitori finali: società fiduciarie, assicurazioni, società quotate, prime 2.500 società non finanziarie per attivo di bilancio⁴.

Tramite campionamento stratificato sono poi identificate altre 2.500 imprese non finanziarie che costituiscono la parte variabile del campione. Complessivamente nel 2005 hanno partecipato alla rilevazione 3.924 investitori finali (su 4.594 contattati) e 1.332 *custodians* (su 1.360 contattati).

Al fine di evitare una duplicazione nei conteggi, gli investitori finali (ovvero società fiduciarie, assicurazioni, società quotate, prime 2.500 società non finanziarie per attivo di bilancio) sono tenuti a dichiarare tutti gli investimenti esteri specificando se di portafoglio o diretti e distinguendo se i medesimi sono depositati presso *custodians* italiani o esteri. Si vengono quindi a identificare quattro categorie di segnalazione, come riportato nella figura 1:

- IDI: Investimento Diretto depositato in Italia;
- IDE: Investimento Diretto depositato all'Estero;
- IPI: Investimento di Portafoglio depositato in Italia;
- IPE: Investimento di Portafoglio depositato all'Estero.

I *custodians* viceversa sono obbligati a segnalare il dato complessivo di tutti gli investimenti in titoli esteri depositati presso di loro e facenti capo a residenti italiani (TOTCI).

Il dato finale della CPIS è ottenuto sottraendo dal totale delle segnalazioni dei *custodians* (TOTCI) gli investimenti diretti depositati in Italia (IDI) e sommando gli investimenti di portafoglio depositati all'estero (IPE).

Da tali dettagli è desumibile che il portafoglio complessivo non comprende i titoli eventualmente detenuti direttamente dalle famiglie e non depositati presso *custodians* italiani (ad esempio i titoli statunitensi depositati presso un *custodian* britannico). Stime dell'entità di tale aggregato sono peraltro contenute.

(4) Assicurazioni, società quotate e società non finanziarie sono tenute alla segnalazione solo se titolari di attività e passività verso l'estero, in euro e/o in valuta, di ammontare uguale o superiore a 260.000 euro, costituite anche parzialmente da investimenti diretti e/o di portafoglio.

Figura 1 - Calcolo dell'aggregato 'Investimenti di portafoglio italiani all'estero'

		Custodian italiano	Custodian estero
Segnalazione da investitore finale	Investimento Diretto	IDI segnalato da Investitore	IDE segnalato da Investitore
	Investimento Portafoglio	IPI segnalato da Investitore	IPE segnalato da Investitore
Segnalazione da Custodian		TOTCI = $\sum (IDI+IPI)$	
Investimenti di portafoglio di residenti italiani all'estero =TOTCI – IDI + IPE			

2.3 Alcune precisazioni metodologiche

I dati CPIS colmano indubbiamente un'importante lacuna conoscitiva, consentendo di disporre di informazioni sistematiche e confrontabili sugli investimenti di portafoglio a livello mondiale. Peraltro, alcune delle opzioni metodologiche della CPIS comportano limitazioni nelle potenzialità di analisi di cui è opportuno tener conto per una corretta interpretazione dei risultati.

Un primo vincolo della CPIS deriva dal fatto che si tratta di dati di stock a fine anno, che quindi non consentono una stima dei flussi finanziari veri e propri ma solo delle consistenze in essere. Essendo gli investimenti di portafoglio caratterizzati da elevata dinamicità, questa scelta non consente di dare piena evidenza della rilevanza complessiva del fenomeno dei flussi internazionali di capitali.

Come già ricordato la CPIS distingue gli investimenti fatti in strumenti di debito da quelli fatti in azioni. Tuttavia è importante segnalare che quest'ultima categoria accoglie anche tutte le quote di fondi esteri detenute da investitori domestici, indipendentemente dall'effettiva *asset allocation*. Tale sistema di raccolta dei dati implica una sovrastima degli investimenti azionari a scapito di quelli obbligazionari, mentre il dato complessivo resta corretto. In realtà, relativamente ai flussi in uscita il problema si pone soprattutto per quei Paesi dove è diffusa la prassi di sottoscrivere fondi esteri, cioè in particolare per l'Italia e la Germania. Simmetricamente vengono influenzati i dati in entrata dai Paesi dove questi fondi sono domiciliati ovvero tipicamente il Lussemburgo e l'Irlanda. Inoltre, per i fondi azionari esteri si pone anche il problema di determinare la destinazione finale degli investimenti. La gran parte di tali fondi è formalmente localizzata in Lussemburgo e Irlanda (fondi *roundtrip*) ed è dunque a questi Paesi che la CPIS attribuisce le risorse, benché le stesse saranno a loro volta reindirizzate ad altri Paesi seguendo logiche di diversificazione internazionale dei portafogli.

In conseguenza di ciò si sono introdotte, nella presente ricerca, due stime finalizzate a ottenere una più accurata valutazione del posizionamento competitivo dell'Italia. In particolare:

- per disporre di ordini di grandezza più veritieri circa gli investimenti azionari esteri e del *ranking* dell'Italia nel confronto internazionale, si è proceduto per Italia e Germania a depurare il dato CPIS dalla quota di investimenti in fondi esteri o estero-



vestiti di tipo monetario e obbligazionario. Il valore dei capitali in uscita attraverso fondi è determinato utilizzando i dati di stock del patrimonio di fondi esteri o estero-vestiti detenuti dai residenti per come si desumono dai Conti Finanziari (Banca d'Italia e Bundesbank); la quota percentuale di tali risorse investita in fondi monetari e obbligazionari è ottenuta dalle statistiche delle associazioni nazionali dei fondi comuni d'investimento (Assogestioni e BVI). Peraltro, poiché tali fondi concorrono a determinare le risorse raccolte da Paesi quali in particolare Lussemburgo e Irlanda, si è provveduto anche a sottrarre i medesimi dal totale degli investimenti azionari affluenti a tali Paesi. In particolare, la totalità dei fondi monetari e obbligazionari tedeschi è stata sottratta dal Lussemburgo mentre per quanto concerne i fondi italiani l'80% al Lussemburgo e il 20% all'Irlanda⁵. Ne consegue che tutti i dati riguardanti gli investimenti *equity* proposti nel seguente lavoro sono al netto dei fondi monetari e obbligazionari esteri detenuti da residenti tedeschi e italiani;

- per disporre di una mappatura più veritiera dei Paesi destinatari degli investimenti azionari esteri di residenti italiani, e quindi della posizione netta effettiva in *equity* dell'Italia verso i singoli Paesi, si sono considerati gli investimenti azionari di residenti italiani in Lussemburgo e Irlanda come transitori. Nella sola sezione dedicata all'Italia si è dunque proceduto anche ad allocarli ai mercati di destinazione finale sulla base della geografia dei dati in uscita di questi due Paesi. L'ipotesi sottostante è che gli investimenti azionari di italiani in questi due Paesi sono effettuati solo attraverso fondi che investono a loro volta sui principali mercati esteri.

A tal proposito sarebbe auspicabile una più generale revisione della metodologia CPIS per una più corretta contabilizzazione delle quote di fondi comuni di investimento, anche alla luce del loro crescente peso sugli investimenti internazionali di portafoglio.

Infine, benché la raccolta dei dati a livello nazionale avvenga distinguendo gli investimenti esteri per singola tipologia di investitore, i dati disaggregati per settore istituzionale sono resi pubblici solo da pochi Paesi su base volontaria. Ciò limita le possibilità di un confronto internazionale esaustivo dei soggetti responsabili degli investimenti stessi.

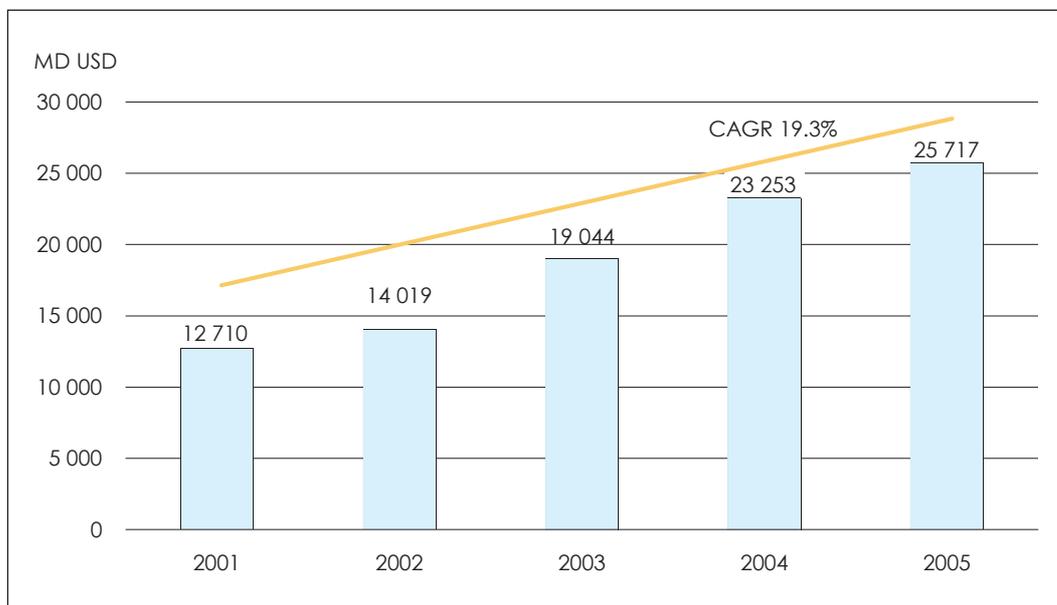
(5) Tali proporzioni sono ricavate sulla base del peso dei due Paesi sui dati degli investimenti *equity* in uscita.

3. Il panorama mondiale

3.1 Gli investimenti complessivi di portafoglio

In termini complessivi il panorama mondiale mostra una tendenza incontrovertibile alla progressiva diversificazione internazionale di portafoglio. Infatti, come riporta la figura 2, negli anni compresi tra 2001 e 2005 in termini assoluti il valore degli investimenti di non residenti nel mondo è cresciuto a un tasso medio annuo di oltre il 19%. L'ultimo dato disponibile (2005) segnala un valore complessivo dello stock di investimenti di portafoglio pari a oltre 25 mila miliardi di dollari (equivalenti a quasi 22 mila miliardi di euro).

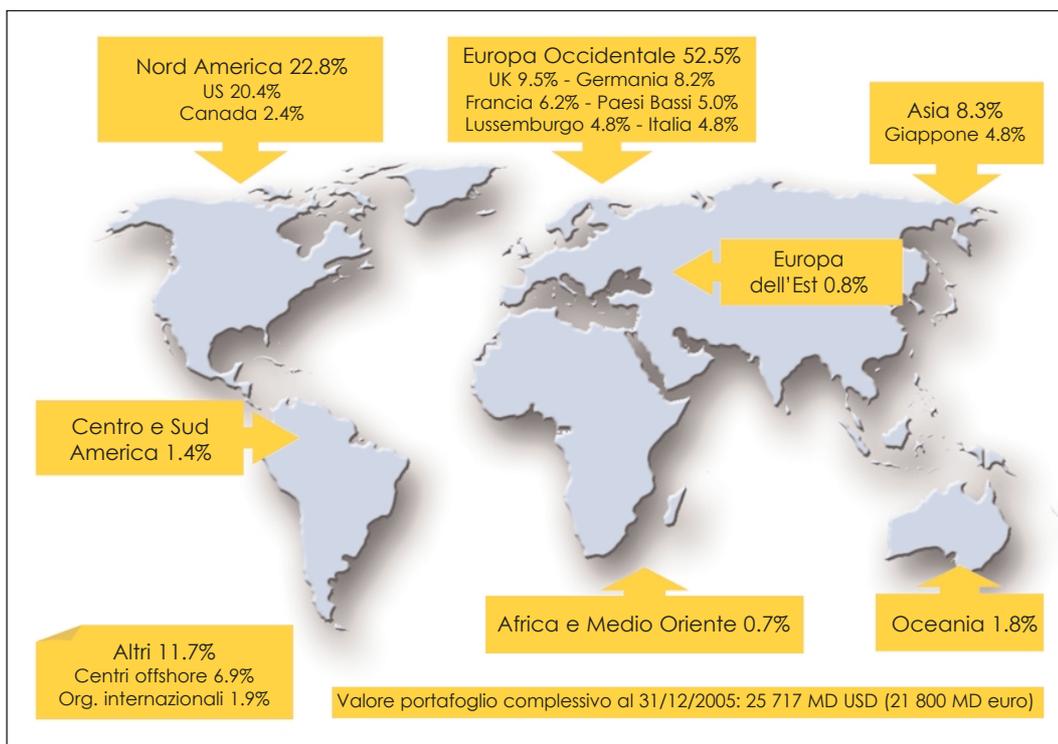
Figura 2 - Evoluzione degli investimenti di portafoglio di non residenti nel mondo



Ad un primo livello di analisi i dati CPIS riaggregati per macro aree geografiche permettono una valutazione della capacità di attrazione dei *pools* di liquidità esistenti a livello mondiale e destinati a investimenti finanziari di portafoglio. La figura 3 mostra la ripartizione geografica dello stock di investimenti di portafoglio (azioni, titoli di debito a breve e a lungo termine) per Paesi di investimento a fine 2005.



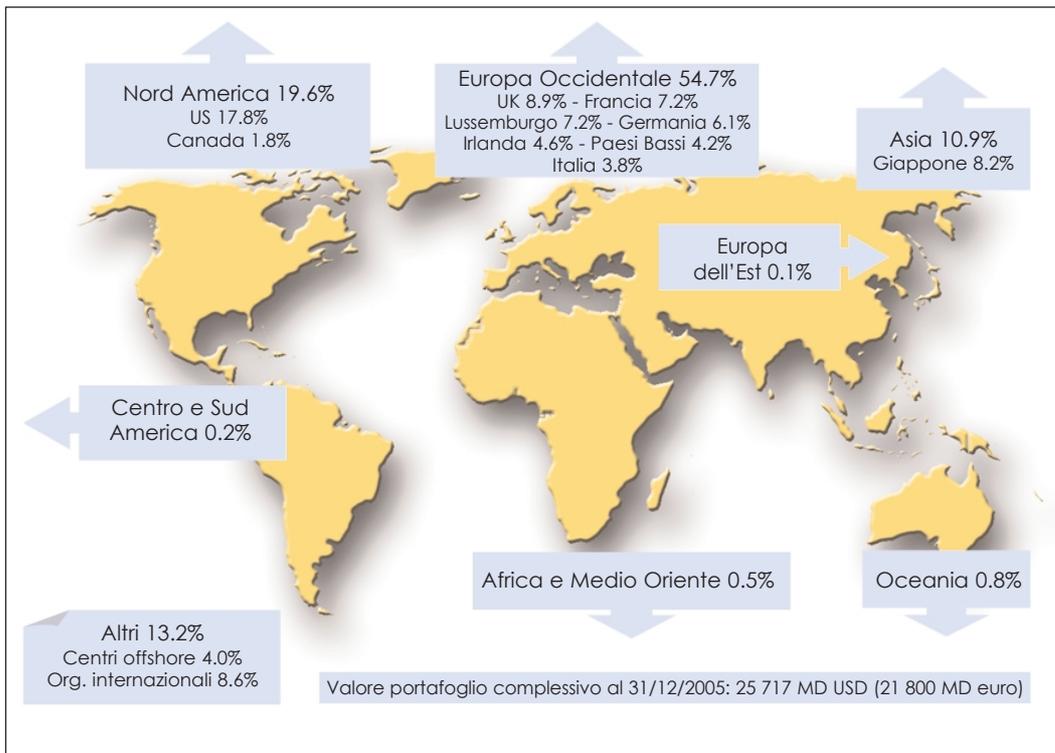
Figura 3 - Destinazione degli investimenti di portafoglio di non residenti



Dalla figura 3 si evince una sostanziale concentrazione degli investimenti internazionali tra Nord America (23%) ed Europa Occidentale (53%). I soli Stati Uniti attraggono circa un quinto del totale della liquidità. L'Italia attrae complessivamente poco meno del 5%.

Specularmente è possibile costruire un'analogia rappresentazione per valutare la provenienza dei principali *pools* di liquidità esistenti a livello mondiale e destinati a investimenti finanziari di portafoglio. La figura 4 mostra infatti la provenienza geografica dello stock di investimenti di portafoglio (azioni, titoli di debito a breve e a lungo) a fine 2005. Anche in questo caso spicca una decisa concentrazione tra Europa Occidentale e Nord America (55% e 20%).

Confrontando la figura 3 e la figura 4 gli Stati Uniti risultano attrattori netti di risorse, al contrario dell'Asia e del Giappone in particolare. L'Europa appare complessivamente in posizione di datore netto di risorse; l'Italia è in posizione netta complessivamente positiva (+4,8%; -3,8%), grazie soprattutto ai flussi di investimento esteri in titoli di debito, e quindi in Titoli di Stato in particolare.

Figura 4 - Provenienza degli investimenti di portafoglio di non residenti

Due osservazioni possono facilitare la valutazione dei dati presentati. Innanzi tutto si segnala che per costruzione i dati percentuali relativi alle macro aree sono al lordo dell'interscambio di risorse tra Paesi appartenenti alla medesima macro area. In altre parole il 53% dei fondi attratti dall'Europa Occidentale equivale alla sommatoria di tutte le risorse attratte dai singoli Paesi europei, al lordo dell'interscambio tra i medesimi. Si stima che circa la metà degli investimenti attratti dai Paesi del continente europeo provenga da altri stati membri dello stesso continente.

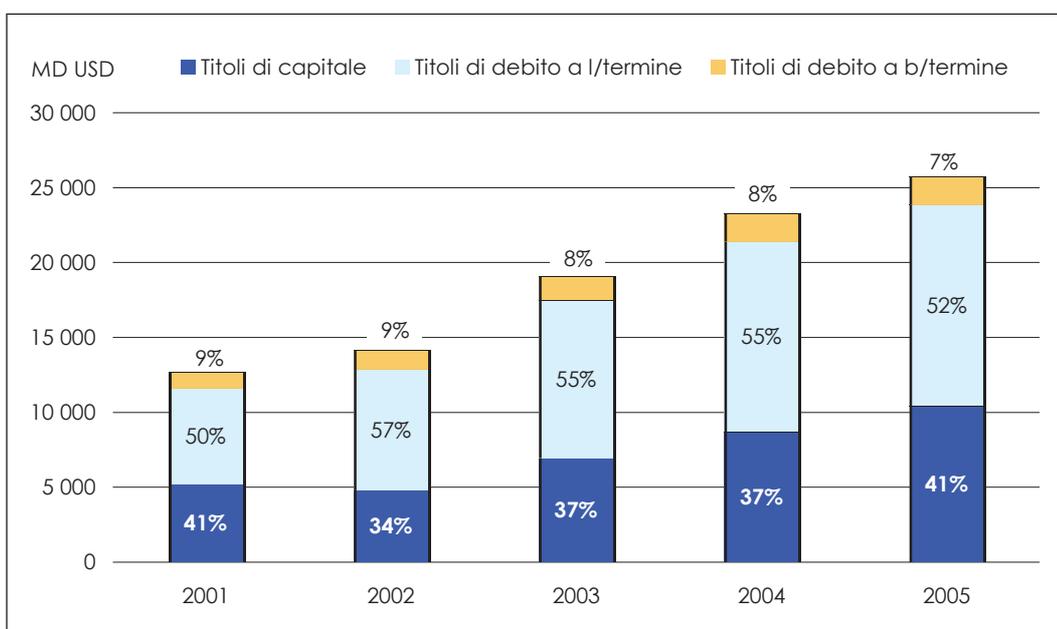
Un secondo aspetto meritevole di approfondimento riguarda l'impatto delle dinamiche valutarie e di mercato sui dati aggregati, la cui recente evoluzione potrebbe essere alla base dell'osservata crescita del dato complessivo degli investimenti di portafoglio. Essendo infatti i dati della CPIS espressi in dollari, il progressivo deprezzamento della valuta statunitense occorso nel periodo oggetto di analisi, contribuirebbe ad accrescere il valore degli investimenti complessivi di portafoglio relativamente alla componente originariamente denominata in altre valute. Stante una crescita del portafoglio complessivo del 102% nel periodo 2001-2005, la componente ascrivibile al fattore valutario è quantificabile in circa il 17%. Parimenti, essendo i dati espressi prevalentemente a valore di mercato, è evidente l'incidenza dell'evoluzione delle quotazioni di mercato sul valore del portafoglio; tale effetto è quantificabile per il periodo considerato nel 20% circa. Se ne conclude che circa i 2/3 della crescita complessiva dello stock mondiale degli investimenti di portafoglio sono per certo frutto di un effettivo ampliamento dei volumi; la restante parte è per metà dovuta a effetti valutari e per metà



alle dinamiche dei prezzi degli *assets*⁶.

Quanto alla composizione del portafoglio per strumento finanziario la figura 5 evidenzia una struttura piuttosto stabile nel tempo, con una netta prevalenza dei titoli di debito, specialmente a lungo termine. Nel 2005 il 59% del portafoglio mondiale facente capo a non residenti era investito in titoli di debito (di cui oltre l'88% a lungo termine) mentre il restante 41% era investito in titoli di capitale. Negli anni precedenti il peso dei titoli azionari era fluttuato tra il 41% del 2001 e il 34% del 2002. In termini assoluti i 25,7 mila miliardi di dollari complessivi di fine 2005 si ripartiscono per 1,8 mila miliardi di dollari in titoli di debito a breve termine, per 13,4 mila miliardi di dollari in titoli di debito a lungo termine e per 10,5 mila miliardi di dollari in titoli di capitale. A tal proposito, si consideri che a fine 2005 i mercati azionari capitalizzavano a livello globale 41,1 mila miliardi di dollari.

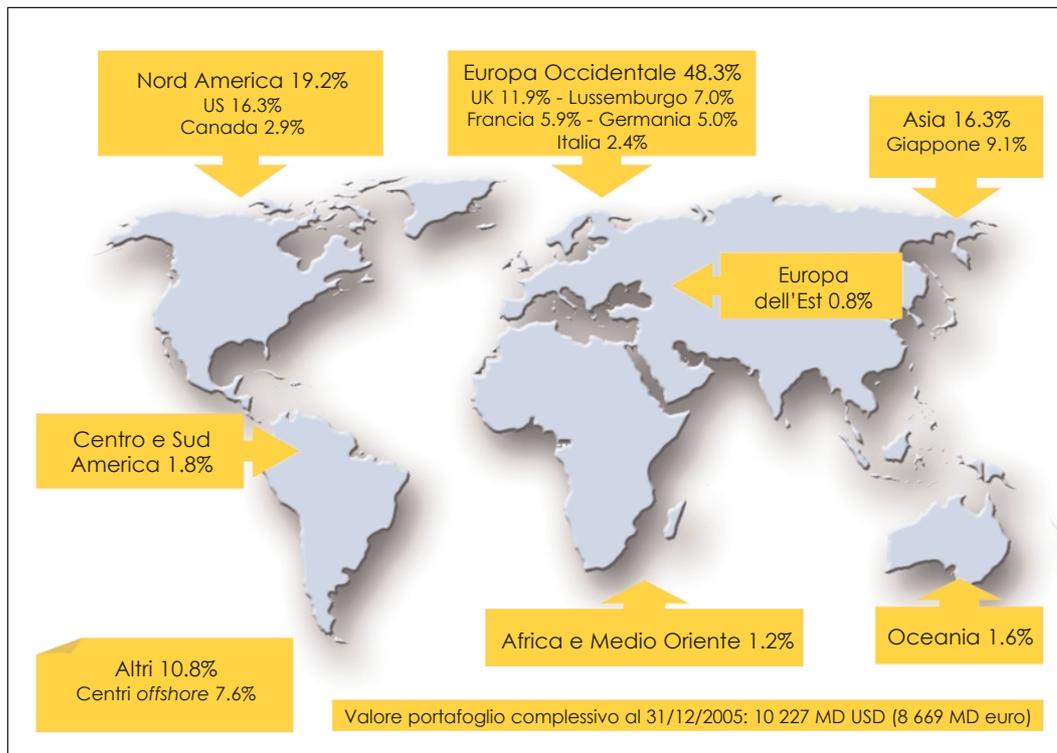
Figura 5 - Ripartizione degli investimenti di non residenti nel mondo



3.2 Gli investimenti di portafoglio in titoli di capitale

Stante il *focus* del presente lavoro, orientato prevalentemente ai flussi di tipo finanziario riguardanti il capitale di rischio, si propone nel seguito un approfondimento dell'analisi dei dati relativi alla voce CPIS dei titoli di capitale.

(6) L'incidenza del fattore cambio è stata stimata tenendo conto della proporzione tra *assets* originariamente denominati in dollari US e quelli denominati in altre valute, in particolare in euro e yen. Le *performances* azionarie sono sintetizzate dall'indice MSCI World, quelle obbligazionarie dall'indice JPMorgan Global Government Bonds.

Figura 6 - Destinazione degli investimenti di portafoglio *equity* di non residenti

La figura 6 mostra la ripartizione geografica dello stock di investimenti in titoli di capitale per Paesi di investimento a fine 2005. Anche in questo caso si conferma la capacità attrattiva di Europa e Nord America, cui si affianca con maggiore vigore l'Asia. Nel Vecchio Continente spiccano le posizioni di Regno Unito e Francia; quanto al Lussemburgo, la particolare specializzazione nel settore del risparmio gestito ne fa un importante catalizzatore di risorse che peraltro, come si vedrà poco oltre, sono totalmente reindirizzate all'estero. La capacità di attrazione dell'Italia appare invece pesantemente ridimensionata rispetto al dato complessivo che include anche i titoli di debito.

Per un'analisi più dettagliata la tavola 2 riporta il *ranking* dei primi 15 Paesi per capacità di attrazione da non residenti di risorse destinate all'*equity*. L'Italia figura al dodicesimo posto e raccoglie il 2,4% del totale mondiale. Il nostro Paese appare quindi piuttosto distanziato da altri Paesi europei come Francia e Germania. Tra i Paesi confrontabili in termini di volumi raccolti figurano invece Canada e Spagna. Il valore della raccolta in Italia è pari a 242.896 milioni di dollari.

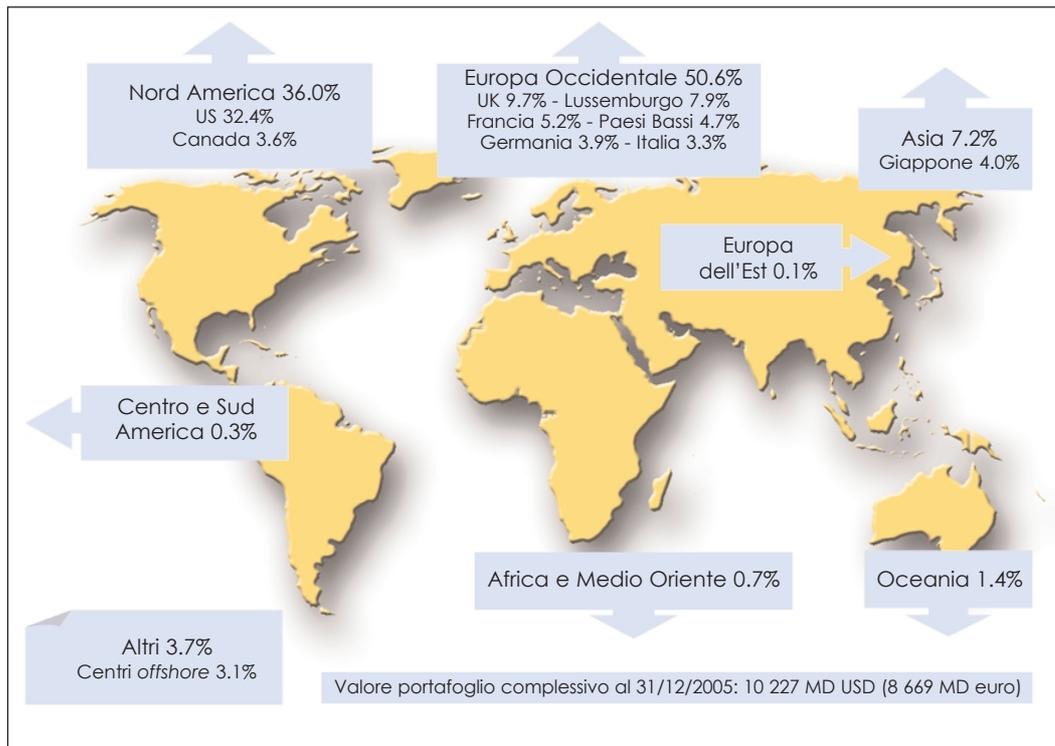
**Tavola 2 - Risorse raccolte a seguito di investimenti in equity di non residenti (2005)**

Rank	Investimenti in:	Stock ML USD	Peso %
1	Stati Uniti	1 664 493	16.3%
2	Regno Unito	1 217 227	11.9%
3	Giappone	929 135	9.1%
4	Lussemburgo	711 818	7.0%
5	Francia	600 072	5.9%
6	Germania	507 419	5.0%
7	Svizzera	400 885	3.9%
8	Paesi Bassi	349 158	3.4%
9	Isole Cayman	343 168	3.4%
10	Canada	296 496	2.9%
11	Bermuda	275 669	2.7%
12	Italia	242 896	2.4%
13	Irlanda	215 749	2.1%
14	Corea	187 502	1.8%
15	Spagna	185 435	1.8%

La figura 7 mostra la provenienza geografica dello stock di investimenti di portafoglio in sole azioni a fine 2005. Oltre l'85% delle risorse destinate all'*equity* proviene da Nord America e Europa. In particolare il contributo degli Stati Uniti agli investimenti in *equity* è decisamente rilevante e pari a oltre il 30% del totale mondiale. Nel Vecchio Continente si confermano i ruoli predominanti di Regno Unito e Francia. La posizione del Lussemburgo, come già accennato in precedenza, riflette l'attività degli operatori del risparmio gestito qui domiciliati in particolare per motivi di maggior vantaggio di natura fiscale e regolamentare.

In riferimento al caso europeo, si stima che mediamente circa il 50% del totale dei fondi esportati dai principali Paesi sia di fatto diretto ad altri Stati europei. Tale percentuale peraltro è soggetta a notevoli variazioni a seconda del Paese considerato. Valori minimi (nell'ordine del 28% e del 36%) si registrano per Regno Unito e Paesi Bassi. Valori in linea con la media sono propri di Lussemburgo, Irlanda e Svizzera (rispettivamente pari al 41%, 47% e 52%). Valori che viceversa denotano una preferenza per investimenti europei sono propri di Francia, Germania, Italia e Spagna (nell'ordine pari a 63%, 77%, 77% e 79%). Nel caso del Nord America circa il 12% dei fondi esportati rimane all'interno della medesima area geografica. I due Paesi che la compongono si comportano però diversamente: oltre il 52% delle risorse esportate dal Canada si dirige verso gli Stati Uniti, mentre le risorse investite da questi ultimi in azioni canadesi rappresentano solo il 7,5%. Quanto all'area asiatica, la medesima reinveste al proprio interno complessivamente il 7,1% delle proprie risorse destinate agli investimenti azionari internazionali di portafoglio. Anche in questo caso esistono marcate differenze: il Giappone reinveste appena il 5%, mentre Hong Kong investe il 24% e Singapore il 57%.

Figura 7 - Provenienza degli investimenti di portafoglio in *equity* di non residenti



Riprendendo i dati complessivi, il caso dell'Italia è particolarmente degno di attenzione: il nostro Paese esporta circa il 39% in più delle risorse attratte destinate a investimenti in *equity*. La tavola 3 riporta i dati dettagliati. Tra i Paesi che esportano maggiori risorse sui mercati azionari esteri l'Italia occupa l'undicesimo posto, pari al 3,3% dei flussi complessivamente esportati da tutti i Paesi per un valore totale di 336.685 milioni di dollari). L'Italia cede in valore assoluto meno risorse di quanto effettuato da Germania e Francia, a questo si associa però uno sfavorevole squilibrio tra risorse attratte e cedute.

Tavola 3 - Risorse cedute a seguito di investimenti in *equity* di residenti (2005)

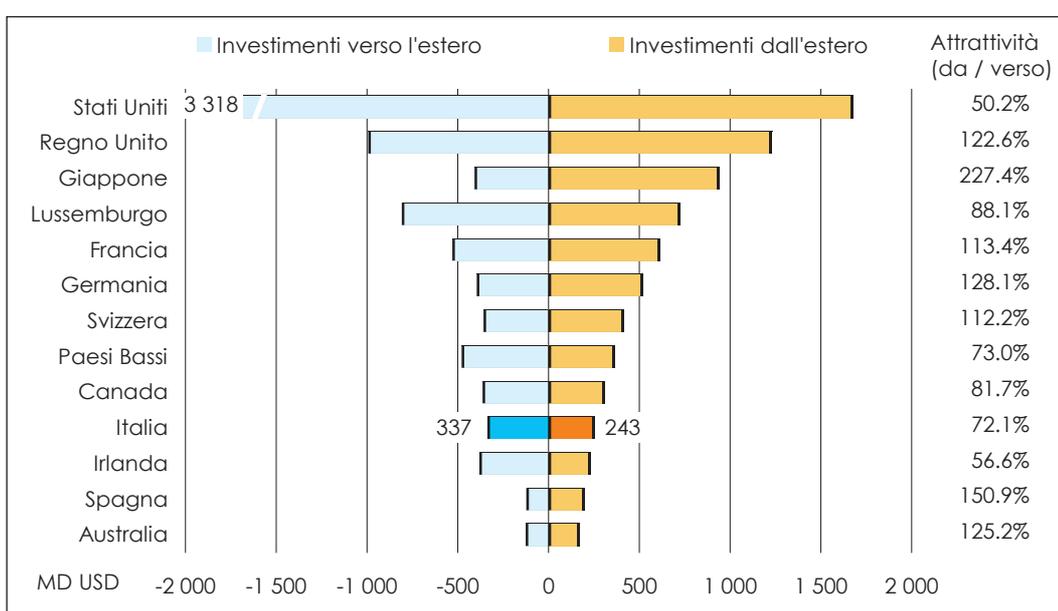
Rank	Investimenti da:	Milioni di USD	Peso %
1	Stati Uniti	3 317 705	32.4%
2	Regno Unito	992 737	9.7%
3	Lussemburgo	807 866	7.9%
4	Francia	529 289	5.2%
5	Paesi Bassi	478 427	4.7%
6	Giappone	408 575	4.0%
7	Germania	395 908	3.9%
8	Irlanda	381 037	3.7%
9	Canada	363 067	3.6%
10	Svizzera	357 270	3.5%
11	Italia	336 685	3.3%
12	Hong Kong SAR of China	227 834	2.2%
13	Svezia	202 216	2.0%
14	Belgio	202 205	2.0%
15	Australia	126 418	1.2%



La figura 8 propone il confronto tra investimenti dall'estero e verso l'estero per ciascuno dei principali Paesi. L'Italia registra un deflusso netto di risorse pari a circa 94 miliardi di dollari per il 2005. Il coefficiente di attrattività, che rapporta le risorse in uscita da un Paese con quelle in ingresso, è pari al 72%, il terzo tra i più bassi riportati. Il primo Paese meno attrattivo sembra essere rappresentato dagli Stati Uniti; ciò è peraltro motivabile con l'elevata necessità di diversificazione dei portafogli statunitensi (i valori assoluti in gioco sono estremamente rilevanti). Viene quindi l'Irlanda e poi l'Italia, seguita dai Paesi Bassi e dal Canada. Tra i Paesi particolarmente virtuosi nell'attrarre più risorse di quante ne cedano figurano Giappone, Spagna, Germania, Regno Unito e Francia.

Figura 8 - Posizione attiva e passiva sull'*equity* (2005)

L'indicatore di attrattività è dato dal rapporto tra le risorse in uscita da un Paese e quelle in ingresso.



Si è quindi ritenuto opportuno procedere a un'analisi distinta per i principali prenditori e datori netti di risorse al mondo. La figura 9 confronta i flussi in entrata e in uscita per i Paesi che registrano i maggiori saldi netti positivi. Tra questi primeggiano il Giappone, e per l'Europa Regno Unito, Spagna e Francia. Anche la Germania, pur non comparando tra i principali Paesi esportatori netti di capitali, mostra un saldo marginalmente positivo. La figura 10 viceversa confronta flussi in entrata e in uscita per i Paesi che registrano i maggiori saldi netti negativi. L'Italia è il settimo Paese per entità del saldo netto tra capitali esportati e importati. C'è infine da osservare che tra i Paesi che esportano in termini netti più capitali *equity* dell'Italia, non figurano le principali economie europee che come appena visto hanno tutte saldo positivo.

Figura 9 - Primi dieci Paesi prenditori netti di equity (2005)

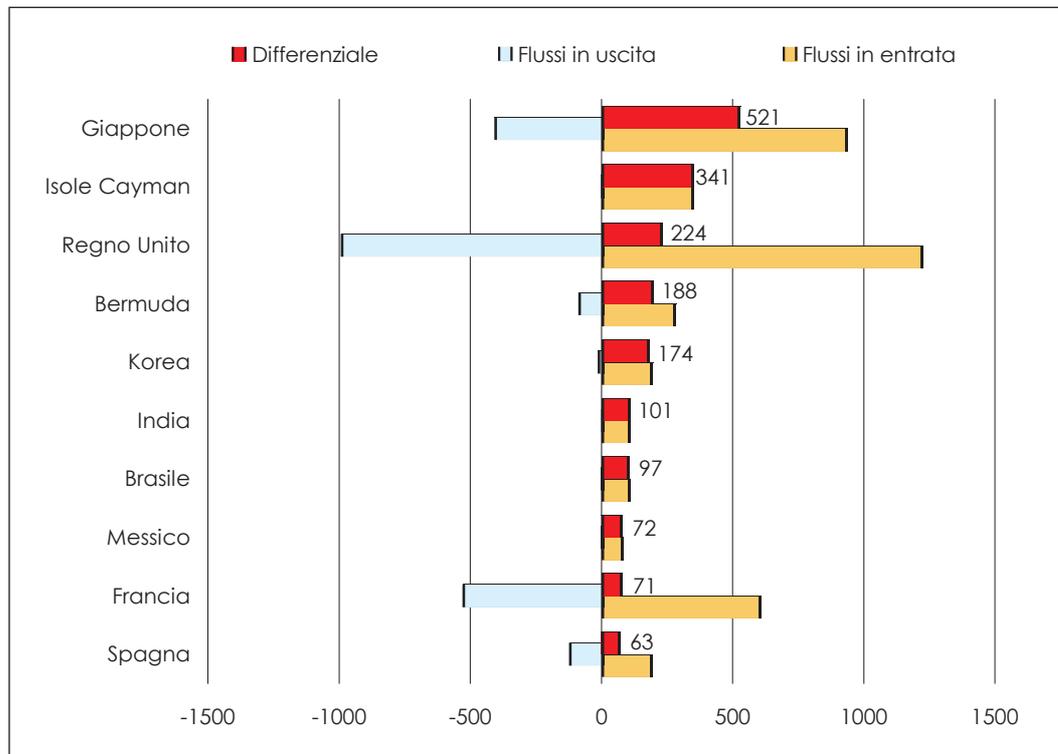
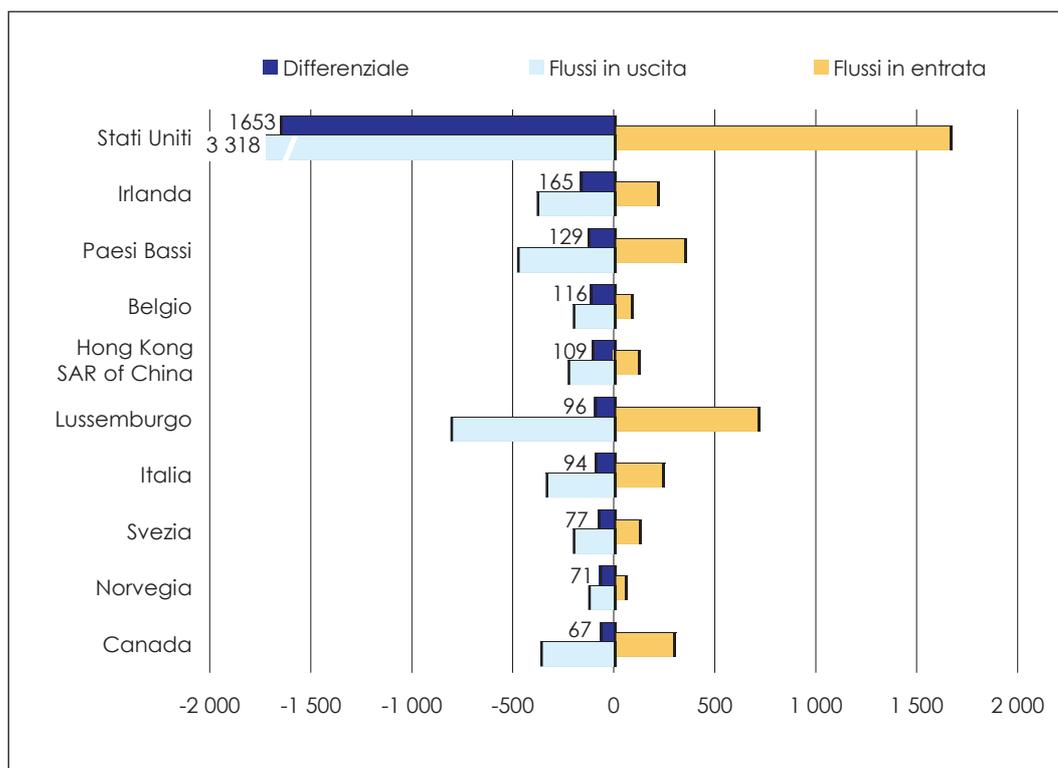


Figura 10 - Primi dieci Paesi datori netti di equity (2005)





A conclusione di questo paragrafo sui dati *equity*, si propone l'utilizzo di un indicatore sintetico del livello di osmosi tra l'Italia e il resto del mondo. Prendendo spunto dal noto indicatore di apertura internazionale di un'economia, dato dalla sommatoria di importazioni ed esportazioni rispetto al PIL, si sono rapportati al totale delle attività finanziarie di ciascuna economia (e al totale delle attività finanziarie di ciascuna economia investite in azioni o quote di fondi comuni) il portafoglio di investimenti di non residenti in azioni domestiche e il portafoglio di azioni estere detenute dai residenti. La somma dei due indicatori determina l'apertura finanziaria internazionale. La tabella riporta tale indicatore calcolato per i principali Paesi oggetto dell'analisi. I dati evidenziano che i Paesi più propensi all'operatività finanziaria *cross border* sono Svizzera, Regno Unito e Canada, i cui indicatori calcolati sul totale delle attività finanziarie in azioni e fondi sono pari rispettivamente al 45,1%, al 38,2% e al 50,9%. La rilevanza del settore finanziario localizzato in Svizzera e nel Regno Unito spiega sicuramente questi due risultati; il caso del Canada è viceversa più probabilmente riconducibile alla spiccata interdipendenza con il mercato statunitense. L'Italia mostra un posizionamento in linea con i principali Paesi dell'Europa Continentale. Comparando la percentuale di portafoglio domestico investito in *equity* estero e la percentuale di *equity* domestico finanziata dall'estero, gli Stati Uniti evidenziano una contenuta propensione all'*import* (6,0% del totale dell'*equity* domestico); il Paese con una minore propensione a investire in *equity* estero è invece la Spagna (5,8% del portafoglio domestico).

Tavola 4 - Indicatori di apertura finanziaria internazionale per l'*equity* (2005)

L'apertura finanziaria internazionale è ottenuta come rapporto tra gli investimenti di portafoglio *equity* in entrata (In) e in uscita (Out) e il totale delle attività finanziarie investite in azioni o quote di fondi (AFS) o il totale delle attività finanziarie (AF). Il portafoglio domestico investito in *equity* estero è ottenuto come rapporto tra gli investimenti in uscita (Out) e il totale delle attività finanziarie investite in azioni o quote di fondi (AFS) al netto degli investimenti in entrata (In). Il finanziamento estero dell'*equity* domestico è ottenuto come rapporto tra gli investimenti in entrata (In) e il totale delle attività finanziarie investite in azioni o quote di fondi (AFS) al netto degli investimenti in uscita (Out) o il totale della capitalizzazione domestica del mercato (MKC).

Paesi	Grado di apertura finanziaria		Portafoglio domestico in <i>equity</i> estero Out/(AFS-In)	Finanziamento estero dell' <i>equity</i> domestico	
	(In+Out)/AF	(In+Out)/AFS		In/(AFS-Out)	In/MKC
Stati Uniti	4.3%	16.1%	11.3%	6.0%	9.8%
Regno Unito	8.4%	38.2%	21.7%	25.4%	39.8%
Francia	4.7%	13.6%	6.9%	7.7%	34.1%
Germania	4.0%	17.0%	8.2%	10.3%	41.6%
Svizzera	13.7%	45.1%	27.9%	30.3%	42.9%
Paesi Bassi	4.9%	16.8%	10.4%	7.8%	58.8%
Italia	4.6%	17.0%	10.7%	7.9%	30.4%
Canada	7.1%	50.9%	36.3%	31.8%	20.0%
Spagna	4.0%	13.5%	5.8%	8.6%	19.3%

L'ultima colonna della tavola 4 propone una misura che rapporta gli investimenti provenienti dai non residenti con la capitalizzazione del mercato azionario di ciascun Paese. Pur in presenza di alcuni disallineamenti tra numeratore e denominatore, dovuti all'inclusione nel primo di titoli non quotati e di quote di fondi comuni azionari, viene ribadita la scarsa apertura del mercato statunitense. Sul totale della capitalizzazione mon-



diale di fonte World Federation of Exchanges, il Nord America pesa il 45,1%, l'Europa Occidentale il 27,1% e l'Asia il 20,7%; la capitalizzazione delle borse statunitensi conta da sola il 41,5% di quella complessiva. Tale fotografia non trova conferma nella geografia delle risorse *equity* raccolte, dove il Nord America conta per il 18,8%, gli Stati Uniti per il 16,0% e l'Europa Occidentale per il 49,3%. Questa evidente discrasia è alla base di un comportamento differenziale già messo in luce, che vede i residenti statunitensi detenere in larga misura i loro *equity assets* (*home bias*), oltre agli *assets* europei. Viceversa i mercati europei trovano nel resto del mondo un importante finanziatore, come mostrano in particolare i casi di Paesi Bassi, Gran Bretagna e Svizzera. Gli indicatori relativi a Germania e Italia appaiono sovrastimati rispetto ad altre fonti (FESE, 2007) sia per la presenza al numeratore dei fondi azionari *roundtrip* che per la minore propensione alla quotazione fatta registrare dalle imprese di questi Paesi.



4. L'Italia e il suo posizionamento competitivo

4.1 I dati dell'Italia

Venendo più dettagliatamente al caso italiano, si osserva per il periodo 2001-2005 una crescita del valore del portafoglio di investimenti in titoli di emittenti italiani detenuti da investitori esteri (figura 11). Storicamente, il trend italiano appare in linea con quello mondiale. L'unica eccezione è rappresentata dai dati più recenti. Infatti, come osservabile dalla tavola 5, ove sono riportati i tassi di crescita complessivi, nel corso del 2005 gli investimenti dei non residenti verso l'Italia sono cresciuti in modo più contenuto della media mondiale e tale minore crescita è in gran parte imputabile al segmento dei titoli azionari. Complessivamente l'ammontare delle risorse attratte dal nostro Paese a fine 2005 era pari a 1.230 miliardi di dollari (equivalenti a 1.043 miliardi di euro).

Figura 11 - Evoluzione degli investimenti di non residenti in Italia

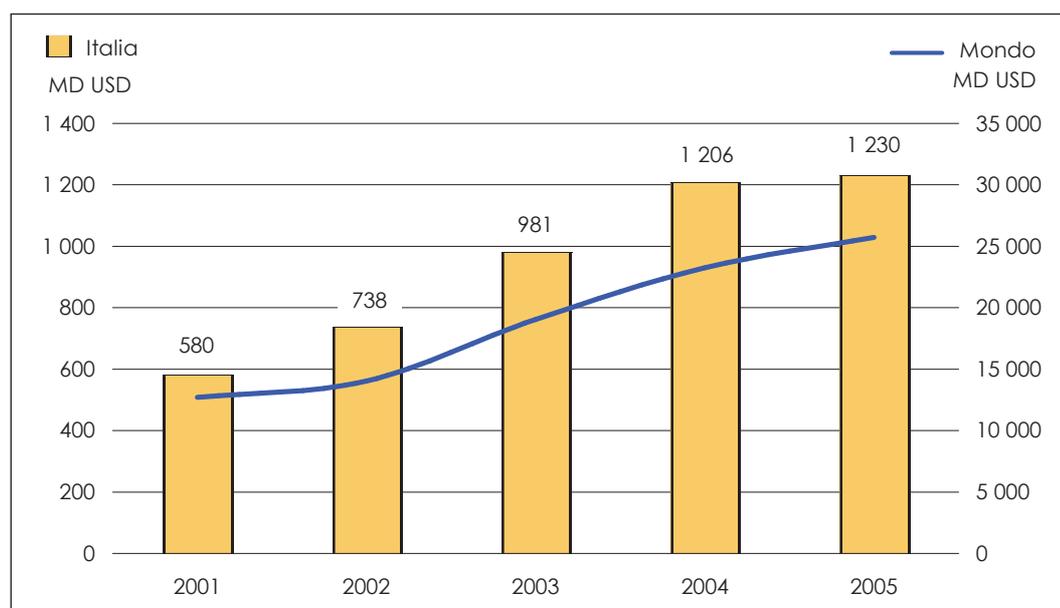


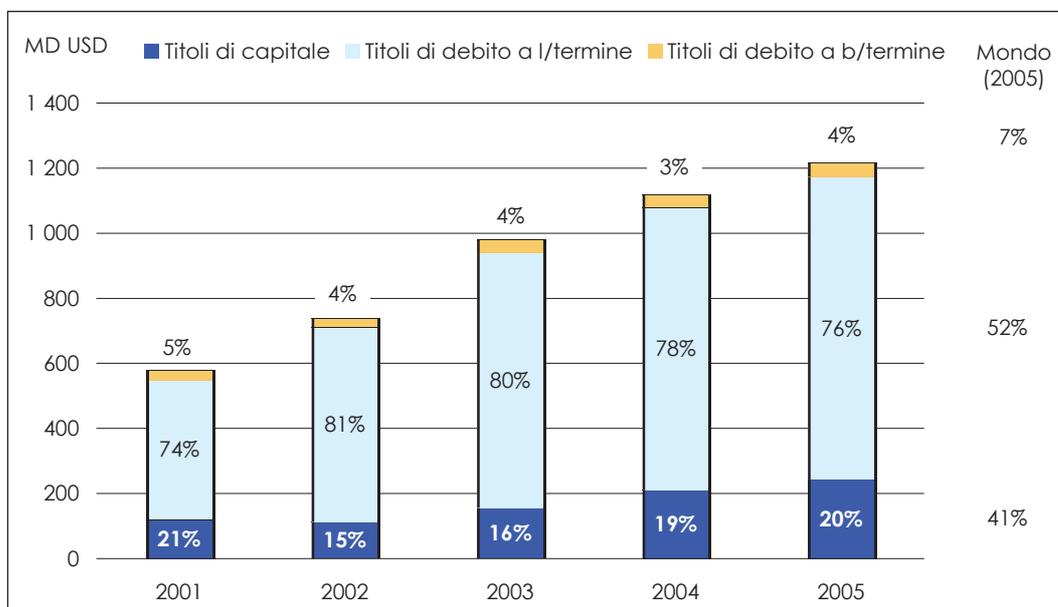
Tavola 5 - Tassi annui di crescita degli investimenti di non residenti in Italia e nel mondo

Aree geografiche	2002	2003	2004	2005
Totale				
Mondo	11.3%	34.9%	22.1%	10.6%
Italia	27.3%	33.0%	13.9%	8.9%
Azioni				
Mondo	-7.6%	44.8%	25.2%	19.9%
Italia	-6.1%	38.7%	34.5%	15.9%
Debito				
Mondo	24.2%	29.7%	20.3%	5.0%
Italia	36.0%	31.9%	10.0%	7.3%

La scomposizione del portafoglio per categorie di investimento (figura 12) evidenzia, nel caso italiano, la netta preferenza degli investitori esteri per titoli di debito a lungo termine, seguiti dai titoli azionari e dai titoli di debito a breve termine. Alla fine del 2005 i titoli di debito rappresentavano l'80% del valore complessivo del portafoglio di titoli italiani in mano a non residenti, contro il 20% rappresentato dalle azioni. Il confronto con i valori medi mondiali, riportati nella parte destra della figura 12, evidenzia come gli investitori esteri che giungono in Italia prediligono i titoli di debito di lungo termine e di fatto sottopongono in modo piuttosto rilevante la componente azionaria.

Nel contempo, questa diversa distribuzione degli investimenti di non residenti in Italia non pare dipendere da una minor relativa disponibilità di titoli di capitale rispetto ai titoli di debito di emittenti italiani. Se si considerano infatti le attività finanziarie emesse da residenti per come tracciate dalle consistenze di fine 2005 dei Conti Finanziari (Banca d'Italia, 2006), il peso relativo dei titoli di debito a breve termine è pari al 3,0%, quello di titoli a medio/lungo termine al 44,5%, quello di azioni e partecipazioni al 44,4% mentre il restante 8,1% è riferito a quote di fondi comuni d'investimento. Nel contempo va però osservato come su tale aggregato il peso delle sole azioni quotate di emittenti italiani si attesti al 15,6%. Nell'ipotesi ragionevole che gli investimenti di portafoglio internazionali vedano nei titoli di capitale quotati la loro destinazione più naturale, l'anomala distribuzione italiana degli investimenti di non residenti potrebbe dunque trovare ragionevole spiegazione nella relativa minor presenza di titoli di capitale quotati rispetto al totale dei titoli di debito e capitale emessi da residenti italiani.

Figura 12 - Ripartizione degli investimenti di non residenti in Italia



In generale gli investimenti di portafoglio di non residenti si concentrano tendenzialmente nelle mani di pochi Paesi. Nel caso dell'Italia (tavola 6), i primi dieci Paesi per valore di titoli detenuti rappresentano oltre il 92% del portafoglio totale. Tale proporzione



è analoga sia nel caso di titoli azionari che di debito. Una differenza sostanziale nella composizione dei Paesi che detengono titoli italiani deriva dalla mancata presenza degli Stati Uniti tra i maggiori investitori in titoli di debito. Gli Stati Uniti detengono infatti oltre il 26% dei titoli azionari italiani in mano a non residenti, seguiti da Francia, Regno Unito e Lussemburgo. Viceversa il portafoglio obbligazionario è di fatto suddiviso tra i principali Paesi europei e, in parte minore, il Giappone.

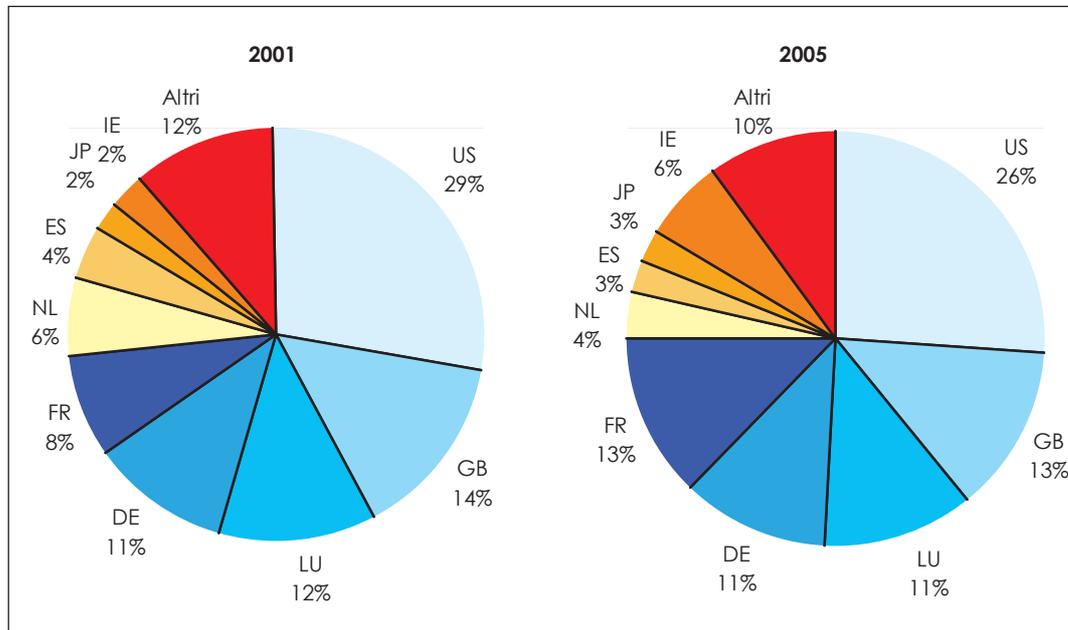
Tavola 6 - Principali Paesi investitori in Italia (2005)

Rank	Titoli di capitale			Titoli di debito		
	Paesi	Stock ML USD	Peso %	Paesi	Stock ML USD	Peso %
1	US	63 915	26.3%	Francia	195 140	20.1%
2	Francia	31 551	13.0%	Germania	140 374	14.4%
3	UK	31 312	12.9%	Lussemburgo	97 255	10.0%
4	Lussemburgo	27 652	11.4%	Irlanda	85 237	8.7%
5	Germania	27 276	11.2%	UK	75 578	7.8%
6	Irlanda	15 355	6.3%	Paesi Bassi	75 536	7.8%
7	Paesi Bassi	9 089	3.7%	Belgio	73 764	7.6%
8	Giappone	6 387	2.6%	Spagna	66 867	6.9%
9	Spagna	6 210	2.6%	Giappone	56 558	5.8%
10	Canada	5 152	2.1%	Org. Internazionali	33 900	3.5%
	Top 10	223 899	92.2%	Top 10	900 479	92.4%
	Altri	18 997	7.8%	Altri	74 067	7.6%
	Totale	242 896	100.0%	Totale	983 303	100.0%

Dato l'interesse specifico per gli investimenti di tipo azionario, è interessante commentare l'evoluzione storica dei *rankings* relativi ai primi dieci Paesi di provenienza degli investimenti in azioni italiane. La figura 13 riporta i pesi dei principali Paesi investitori in Italia nel 2001 e nel 2005. Si osserva una sostanziale stabilità dei Paesi presenti e il sistematico ruolo degli Stati Uniti come principale Paese investitore in azioni italiane. In termini relativi, tuttavia, il peso degli Stati Uniti si è leggermente ridotto dal 29% del 2001 al 26% del 2005. Il Paese che ha invece maggiormente incrementato la propria detenzione di azioni italiane è la Francia, passata dall'8% del 2001 al 13% del 2005; il triplicarsi dei volumi investiti ha consentito a questo Paese di divenire il secondo investitore in azioni italiane al mondo.

Figura 13 - Evoluzione di Paesi investitori in *equity* Italia

CA - Canada, FR - Francia, DE - Germania, JP - Giappone, IE - Irlanda, IT - Italia, LU - Lussemburgo, NL - Paesi Bassi, ES - Spagna, CH - Svizzera, GB - Regno Unito, US - Stati Uniti d'America.



La tavola 7 riporta la scomposizione della voce “Altri Paesi” relativa al 7,8% degli investimenti in azioni italiane effettuati da non residenti. Anche in questa categoria prevalgono investitori di origine europea, rappresentando di fatto oltre il 75% della voce complessiva.

Tavola 7 - Altri Paesi che investono in *equity* Italia (2005)

Paesi	Stock ML USD	Peso %
Belgio	4 091	1.68%
Norvegia	3 107	1.28%
Svezia	2 837	1.17%
Paesi Off Shore	2 438	1.00%
Austria	1 358	0.56%
Danimarca	1 293	0.53%
Asia (ex Giappone)	1 263	0.52%
Finlandia	857	0.35%
Portogallo	823	0.34%
Organizzazioni Internazionali	652	0.27%
Europa dell'Est	83	0.03%
Medio Oriente	64	0.03%
Sud Africa	39	0.02%
America Latina	17	0.01%
Altro	75	0.03%
Totale	18 997	7.82%

Per apprezzare ulteriormente la capacità attrattiva nel nostro Paese nella tavola 8 si è quantificato il peso degli investimenti esteri in azioni italiane rispetto al totale degli investimenti esteri di ciascuno dei principali Paesi investitori. Si evince così che Giappone, Stati Uniti e Paesi Bassi detengono in portafoglio azioni italiane per una quota inferiore



alla media mondiale che è pari al 2,4%⁷; viceversa Francia, Germania e Spagna investono una quota proporzionale delle loro risorse complessive in Italia maggiore rispetto al dato aggregato e pari rispettivamente al 6,0%, 5,2% e 5,1%.

Tavola 8 - Analisi degli investitori esteri in equity Italia (2005)

Rank	Paesi	Peso % sugli investimenti esteri del Paese	Per memoria valori ML USD	Peso % sugli investimenti esteri in Italia
1	Stati Uniti	1.9%	63 915	26.3%
2	Francia	6.0%	31 551	13.0%
3	Regno Unito	3.2%	31 312	12.9%
4	Lussemburgo	3.4%	27 652	11.4%
5	Germania	5.2%	27 276	11.2%
6	Irlanda	4.0%	15 355	6.3%
7	Paesi Bassi	1.9%	9 089	3.7%
8	Giappone	1.6%	6 387	2.6%
9	Spagna	5.1%	6 210	2.6%
10	Canada	1.4%	5 152	2.1%
Totale primi 10		-	223 899	92.2%
Totale		2.4%	242 896	100.0%

Al fine di valutare simultaneamente il posizionamento italiano e quello dei principali concorrenti, è stata elaborata la matrice delle posizioni nette. Quest'ultima riporta (tavola 9) le posizioni nette di ciascun Paese rispetto agli altri. Volendo enfatizzare la capacità di attrazione di risorse, i saldi sono stati calcolati come differenza tra le passività e le attività verso il Paese estero (ovvero la differenza algebrica tra il valore delle azioni emesse da residenti del Paese domestico e detenute da residenti del Paese estero e le azioni emesse da residenti del Paese estero e detenute da residenti del Paese domestico). Un saldo positivo rappresenta una raccolta netta di risorse dal Paese estero. Un saldo negativo evidenzia viceversa una fuoriuscita netta di risorse dal Paese domestico verso quello estero. Ad esempio, la posizione relativa di Canada e Francia indica una fuoriuscita netta di risorse dal Canada e una raccolta netta di risorse da parte della Francia di 11.336 milioni di dollari. La lettura verticale (per colonna) evidenzia i Paesi da cui si raccolgono risorse e dunque un saldo totale della colonna positivo indica che il Paese è attrattore netto di risorse (è il caso ad esempio della Francia per un ammontare di 71.153 milioni di dollari). La lettura orizzontale (per riga) della tabella evidenzia gli investimenti netti che ciascun Paese detiene in altri. Un saldo della riga positivo indica che il Paese è datore netto di risorse all'estero (è il caso ad esempio del Canada per un ammontare di 26.987 milioni di dollari).

I dati permettono di formulare le seguenti osservazioni. Con riferimento all'Italia, pur raccogliendo risorse nette da Canada, Francia, Germania, Stati Uniti e Regno Unito il nostro Paese è complessivamente un datore netto di fondi a livello mondiale, a causa principalmente del deflusso verso Lussemburgo e, pur se in misura minore, Irlanda. Relativamente ai principali Paesi, la Francia pur cedendo risorse nette a numerosi Paesi è un prenditore di risorse nette complessive grazie soprattutto agli ingenti investimenti pro-

(7) Si veda la tavola 2.

venienti dagli Stati Uniti. Anche la Spagna denota una capacità di attrazione di risorse positiva, anch'essa sostenuta in particolare dall'afflusso di capitali statunitensi. Il caso della Germania mostra una buona capacità di attrazione di risorse dai principali Paesi, compresi gli Stati Uniti. In termini assoluti Giappone e Regno Unito sono i Paesi più virtuosi nell'attrarre risorse dall'estero.

Tavola 9 - Matrici delle posizioni nette (2005)

CA - Canada, FR - Francia, DE - Germania, JP - Giappone, IE - Irlanda, IT - Italia, LU - Lussemburgo, NL - Paesi Bassi, ES - Spagna, CH - Svizzera, GB - Regno Unito, US - Stati Uniti d'America.

† Fonti (passività-attività)

ML USD	CA	FR	DE	IE	JP	LU	NL	ES	CH	GB	US	IT	TOTALE
CA	*	11 336	9 220	-150	15 538	-7 138	2 748	4 662	5 503	40 249	-58 999	4 020	26 987
FR	-11 336	*	10 713	-1 246	21 012	3 074	11 383	1 446	9 173	12 021	-134 274	6 879	-71 153
DE	-9 220	-10 713	*	-406	5 150	11 737	4 912	7 757	-8 060	-18 101	-97 460	12 537	-101 866
IE	150	1 246	406	*	20 679	1 400	-1 434	3 394	3 009	45 057	65 765	-2 256	137 415
JP	-15 538	-21 012	-5 150	-20 679	*	-61 980	-21 242	3 275	...	-84 957	-300 739	-8 025	-536 047
LU	7 138	-3 074	-11 737	-1 400	61 980	*	170	-22 568	-68 686	64 269	148 026	-113 874	60 244
NL	-2 748	-11 383	-4 912	1 434	21 242	-170	*	4 309	5 450	19 401	62 298	-2 423	92 498
ES	-4 662	-1 446	-7 757	-3 394	-3 275	22 568	-4 309	*	...	-8 519	-51 942	1 605	-61 131
CH	-5 503	-9 173	8 060	-3 009	...	68 686	-5 450	...	*	-18 475	-137 222	...	-102 085
GB	-40 249	-12 021	18 101	-45 057	84 957	-64 269	-19 401	8 519	18 475	*	-293 959	12 175	-332 729
US	58 999	134 274	97 460	-65 765	300 739	-148 026	-62 298	51 942	137 222	293 959	*	27 429	825 936
IT	-4 020	-6 879	-12 537	2 256	8 025	113 874	2 423	-1 605	...	-12 175	-27 429	*	61 933
TOTALE	-26 987	71 153	101 866	-137 415	536 047	-60 244	-92 498	61 131	102 085	332 729	-825 936	-61 933	0

4.2 La valutazione del posizionamento competitivo dell'Italia

Secondo i dati sopra riportati l'Italia pare dimostrare una capacità di attrazione di risorse netta da Paesi quali Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Francia, Canada e Spagna. Viceversa tra i Paesi verso i quali si registrano i maggiori deflussi netti di risorse *equity* vi sono Lussemburgo e Irlanda. Ciò è evidentemente riconducibile alla diffusa prassi di delocalizzazione in questi Paesi dell'attività di gestione del risparmio da parte di importanti intermediari italiani i cui prodotti sono distribuiti in Italia.

A fronte di ciò i dati complessivi non appaiono soddisfacenti nello spiegare a quali Paesi vengano effettivamente destinati i fondi provenienti dall'Italia in quanto le risorse che raggiungono il Lussemburgo e l'Irlanda vengono verosimilmente investite a loro volta nei principali mercati esteri. I dettagli dell'*asset allocation* utilizzata dai fondi lussemburghesi e irlandesi non sono pubblicamente disponibili. Tuttavia, al fine di conoscere in prima approssimazione la destinazione finale dei capitali italiani e stimare la posizione netta dell'Italia verso i principali Paesi, si è ipotizzato di considerare Lussemburgo e Irlanda come puri luoghi di transizione, e dunque di utilizzare la geografia degli investimenti in uscita da questi Paesi per riallocare le risorse italiane a favore dei Paesi destinatari finali. L'applicazione di tale principio ha originato i dati di cui alla tavola 10. Il principale risultato è che le risorse *equity* destinate dall'Italia ai principali mercati internazionali (Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Francia e Germania) acquisiscono maggiore consistenza, mostrando una geografia più coerente con il panorama mondiale.



Tavola 10 - Stima dell'effettiva geografia degli investimenti italiani all'estero (2005)

Le risorse destinate a Lussemburgo e Irlanda sono ripartite sui Paesi destinatari finali sulla base della geografia degli investimenti effettuati dai residenti di questi due Paesi.

Paesi di investimento	Investimenti degli italiani all'estero ML USD	Peso %	Tramite LUX	Tramite IRL	Investimenti all'estero (con LUX e IRL) ML USD	Peso %
			ML USD	ML USD		
Canada	1 132	0.4%	1 967	192	3 291	1.1%
Francia	24 672	8.4%	15 704	1 321	41 697	14.2%
Germania	14 739	5.0%	16 959	1 032	32 730	11.2%
Irlanda	17 611	6.0%	4 147	-	4 147	1.4%
Giappone	14 412	4.9%	17 652	1 666	33 729	11.5%
Lussemburgo	141 526	48.3%	-	1 019	1 019	0.3%
Olanda	11 512	3.9%	6 631	608	18 751	6.4%
Spagna	4 605	1.6%	4 431	456	9 492	3.2%
Svizzera	7 200	2.5%	8 098	698	15 995	5.5%
Regno Unito	19 137	6.5%	19 499	4 184	42 820	14.6%
Stati Uniti	36 486	12.5%	39 566	5 569	81 621	27.9%
Totale effettivo investimenti esteri			134 652	16 745	285 292	97.4%
Fondi "rientrati" in Italia			6 874	866	7 740	2.6%
Totale di controllo	293 032	100.0%	141 526	17 611	293 032	100.0%

A questo punto è possibile tentare una quantificazione delle posizioni nette del nostro Paese nei confronti delle principali controparti internazionali. I risultati sono riportati nella tavola 11. L'Italia diviene un esportatore netto di risorse nei confronti di tutti i principali Paesi considerati; a Giappone e Paesi Bassi già individuati come prenditori netti di risorse dall'Italia dalla matrice elaborata sui dati CPIS originari, si aggiungono anche Paesi che apparivano in qualità di datori netti di risorse, ovvero Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania e Spagna. Peraltro tale valutazione è da considerarsi ancora parziale e di non facile ricostruzione per quanto attiene a tutti i casi in cui l'effettiva origine geografica delle risorse viene mascherata (si veda al riguardo la figura 9, dove al secondo e quarto posto del *ranking* per prenditori netti di *equity* figurano le Isole Cayman e Bermuda).

Tavola 11 - Stima dell'effettiva posizione netta italiana verso i principali Paesi (2005)

I flussi effettivi in uscita destinati a Lussemburgo e Irlanda sono ripartiti sui Paesi destinatari finali sulla base della geografia degli investimenti effettuati dai residenti di questi due Paesi. I flussi effettivi in entrata considerano i fondi che rientrano in Italia da Lussemburgo e Irlanda.

Paesi	Flussi effettivi in entrata		Flussi effettivi in uscita		Delta effettivi
	ML USD	peso %	ML USD	peso %	
US	63 915	26.3%	81 621	27.9%	-17 706
Francia	31 551	13.0%	41 697	14.2%	-10 146
UK	31 312	12.9%	42 820	14.6%	-11 508
Lussemburgo	27 652	11.4%	1 019	0.3%	26 633
Germania	27 276	11.2%	32 730	11.2%	-5 454
Irlanda	15 355	6.3%	4 147	1.4%	11 208
Paesi Bassi	9 089	3.7%	18 751	6.4%	-9 662
Giappone	6 387	2.6%	33 729	11.5%	-27 342
Spagna	6 210	2.6%	9 492	3.2%	-3 282
Canada	5 152	2.1%	3 291	1.1%	1 861

4.3 L'Italia nel confronto con i principali Paesi dell'Europa Continentale

Data la difformità del posizionamento italiano complessivo rispetto alle realtà dei principali Paesi dell'Europa Continentale, l'Italia è infatti l'unico esportatore netto, sembra opportuno proporre un confronto più dettagliato con la situazione di Germania, Francia e Spagna al fine di comprendere se il dato italiano sia frutto di una minor attrattività in senso assoluto o se la carenza sia ascrivibile ad alcune specifiche piazze finanziarie.

Il confronto nella composizione del portafoglio di investitori non residenti dei principali Paesi Europei evidenzia una sostanziale similitudine dei contributi percentuali per Paese di provenienza degli investitori non residenti. In tutti e quattro i casi qui analizzati (Italia, Germania, Francia e Spagna) gli Stati Uniti rappresentano il maggiore investitore, seguito da Regno Unito e Lussemburgo. Altri nomi ricorrenti con proporzioni simili sono quelli di Giappone, Paesi Bassi e Irlanda.

Relativamente al caso tedesco, i contributi percentuali dei Paesi investitori appaiono simili a quelli italiani, seppure i volumi raccolti siano più che doppi. Una particolarità è attribuibile al fatto che la Germania beneficia di investimenti dai Paesi di maggiore prossimità geografica e socio-culturale, quali Austria e Svizzera; quest'ultima per l'Italia non è tra i principali dieci investitori.

Anche nel caso della Francia, che è il decimo prenditore netto al mondo, gli apporti percentuali degli investitori esteri sono molto simili a quelli italiani. Anche il Paese d'olttralpe raccoglie però da non residenti più del doppio delle risorse rispetto all'Italia. Come in Germania, Paesi limitrofi (in particolare il Belgio) offrono un rilevante contributo al finanziamento del mercato azionario.

Infine, il confronto tra Italia e Spagna evidenzia come i contributi degli investitori esteri siano simili sia in percentuale che in valore assoluto, con la rilevante eccezione degli Stati Uniti che investono molto più in Spagna che in Italia.

Si rileva dunque che è soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, primo esportatore mondiale di risorse *equity*, che la capacità di attrazione del mercato italiano è significativamente inferiore a quella di Francia, Germania e Spagna. Il peso degli Stati Uniti tra le risorse in entrata è infatti pari al 26% per l'Italia, rispetto per al 31% per la Germania, al 33% per la Francia e al 35% per la Spagna. Se poi si considera il peso di questi Paesi sui capitali in uscita dagli Stati Uniti (tavola 12), se l'Italia pesa l'1,9% questa quota si confronta con il 4,8% della Germania e con il 6,2% della Francia. Alcuni margini di miglioramento della posizione relativa dell'Italia appaiono anche per il Giappone che fa giungere in Italia solo l'1,6% delle risorse esportate.



Figura 14 - Confronto Italia, Germania, Francia e Spagna: equity da non residenti

CA - Canada, FR - Francia, DE - Germania, JP - Giappone, IE - Irlanda, IT - Italia, LU - Lussemburgo, NL - Paesi Bassi, ES - Spagna, CH - Svizzera, GB - Regno Unito, US - Stati Uniti d'America.

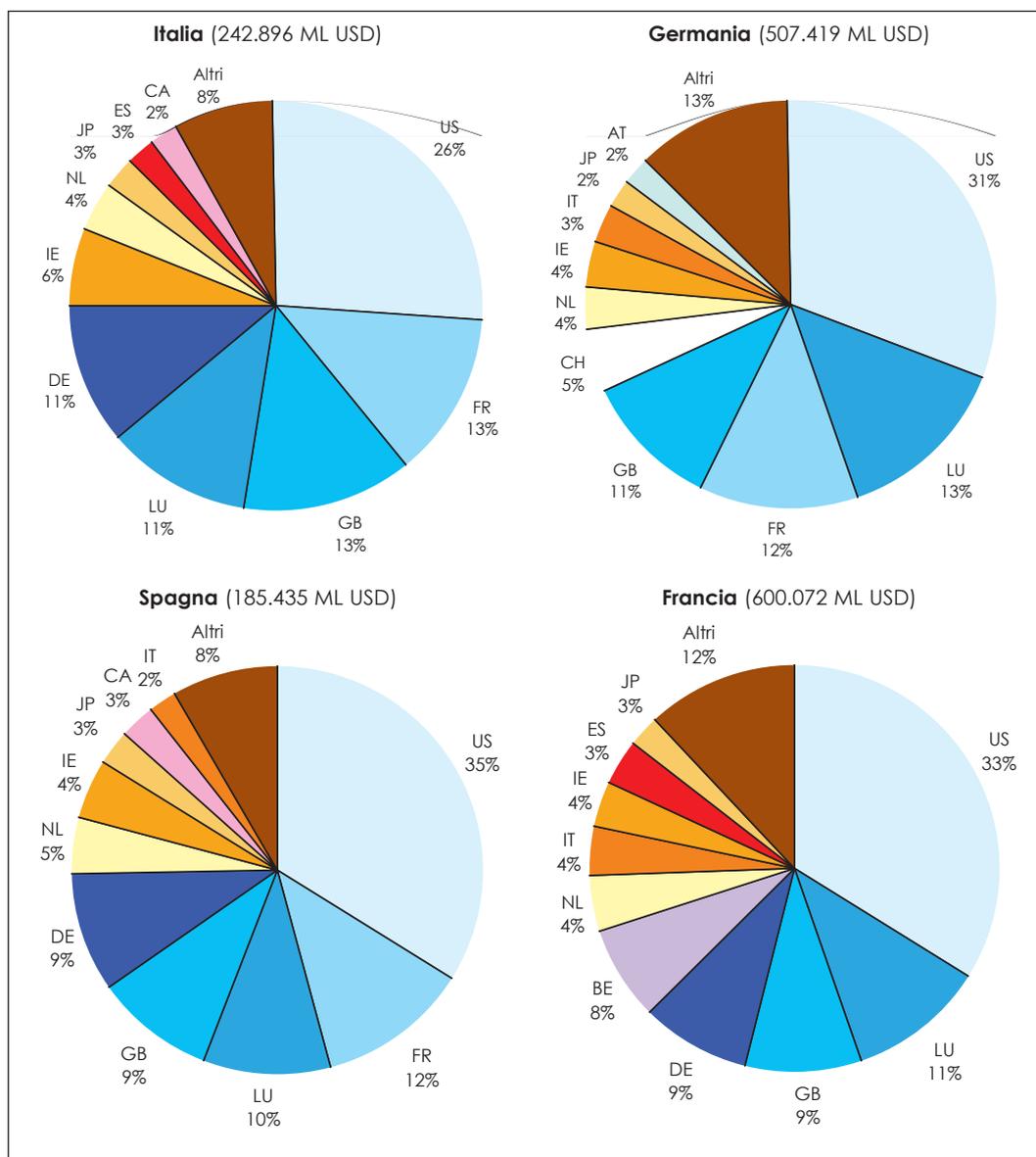




Tavola 12 - Peso di Italia, Germania, Spagna e Francia negli investimenti all'estero dei primi dieci esportatori (2005)

Rank	Paesi	Italia	Germania	Spagna	Francia
1	Stati Uniti	1.9%	4.8%	1.9%	6.2%
2	Francia	6.0%	11.8%	4.1%	-
3	Regno Unito	3.2%	5.5%	1.8%	5.4%
4	Lussemburgo	3.4%	8.4%	2.2%	7.8%
5	Germania	5.2%	-	3.2%	9.8%
6	Irlanda	4.0%	4.8%	2.1%	6.2%
7	Paesi Bassi	1.9%	3.9%	2.0%	5.5%
8	Giappone	1.6%	2.8%	1.3%	4.1%
9	Spagna	5.1%		-	16.6%
10	Canada	1.4%		1.4%	
	Italia	-	3.5%	1.1%	5.9%
	Austria		17.3%		
	Svizzera		7.2%		
	Belgio				22.4%
Totale		2.4%	5.0%	1.8%	5.9%



5. Conclusioni

Nel periodo 2001-2005 la consistenza degli investimenti internazionali di portafoglio è significativamente aumentata. I principali *pools* di risorse investite in azioni internazionali provengono dalle tre aree economicamente più sviluppate: Nord America 35%, Europa 53% e Giappone 4%. Gli Stati Uniti rappresentano il primo datore di risorse a livello mondiale. Anche gli investimenti azionari internazionali di portafoglio si concentrano nelle medesime aree: Nord America 19%, Europa 49% e Giappone 9%.

Anche in Italia il periodo 2001-2005 ha visto una costante crescita del valore del portafoglio di investimenti detenuto da investitori esteri, con un trend in linea con l'evoluzione mondiale. A fine 2005 gli investimenti complessivi di non residenti in Italia ammontavano a 1.230 miliardi di dollari (4,8% del totale mondiale), con una composizione per tipologia di strumenti che mostra una netta preferenza degli investitori esteri per i titoli del debito italiano che rappresentano oltre l'80% del valore complessivo contro il 20% dalle azioni. Il confronto con i valori medi mondiali, dove l'*equity* conta per oltre il 40%, sottolinea una prima peculiarità del nostro Paese.

La capacità competitiva del nostro Paese deve però essere misurata in termini relativi, valutandone dunque la posizione netta rispetto al resto del mondo. Con particolare riferimento all'investimento in azioni, l'Italia occupa l'undicesimo posto come datore di fondi destinati all'investimento azionario (3,3%) ed è dodicesimo come prenditore (2,4%): complessivamente l'Italia figura quale settimo esportatore netto di capitale di rischio al mondo, preceduto tra le grandi economie solo dagli Stati Uniti. Questa caratteristica distingue ulteriormente l'Italia dai principali Paesi Europei: Francia, Spagna e anche Germania, benché in misura inferiore, sono importatori netti di risorse destinate agli investimenti di portafoglio *equity*.

I primi dieci Paesi da cui l'Italia riceve investimenti azionari di portafoglio rappresentano oltre il 90% del portafoglio totale. Gli Stati Uniti sono il maggior investitore in titoli azionari italiani (26,3%), a cui seguono Francia (13,0%) e Regno Unito (12,9%). Si osserva, però, come Giappone e Stati Uniti tendano a destinare all'Italia una quota dei loro investimenti esteri inferiore alle media mondiale e rispettivamente pari a 1,9% e 1,6% (2,4% il dato mondiale). Viceversa Francia, Germania e Spagna investono una quota proporzionale delle loro risorse in Italia superiore a quella mondiale e pari rispettivamente al 6,0%, 5,2% e 5,1%.

Infine, confrontando il posizionamento italiano con quello dei principali concorrenti non si osservano macroscopiche differenze nella geografia delle risorse raccolte e cedute. Si rileva però che è soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, primo esportatore mondiale di risorse *equity*, e in parte anche del Giappone che la capacità di attrazione del mercato italiano è significativamente inferiore a quella di Francia, Germania e Spagna.

In conclusione, il nostro Paese non sembra quindi soffrire di problemi di *home bias* per quanto attiene all'investimento azionario ma semmai di una buona predisposizione all'investimento estero che si combina con una minore capacità di attrarre risorse dagli altri Paesi. E' indubbio che nella definizione delle scelte di diversificazione internazionale del nostro Paese giochino un ruolo centrale gli operatori del risparmio gestito. Tale cen-

tralità è peraltro destinata ad accentuarsi ulteriormente con lo sviluppo dei fondi pensione. La gestione degli stessi secondo logiche di diversificazione produrrà l'effetto di accrescere il deflusso di risorse finanziarie destinate all'investimento in aziende estere. Diventa quindi ancor più urgente identificare e attivare quegli strumenti che possono incrementare la capacità del nostro Paese di importare capitali finanziari, soprattutto da quei Paesi quali gli Stati Uniti dove la propensione a investire in Italia è ancora insoddisfacente.

Tale conclusione lascia aperta l'essenziale questione riguardante i motivi di questa debolezza del sistema finanziario italiano. In questa sede è possibile elencare alcune delle potenziali ragioni alla base di questo risultato, lasciando ad approfondimenti di ricerca futuri, di cui il presente era la necessaria premessa, l'individuazione delle cause effettive.

E' ragionevole escludere che la ragione risieda in una minor sistematica performance delle aziende italiane nel confronto internazionale. Relativamente alle imprese quotate, il mercato azionario italiano ha mostrato nel corso del ventesimo secolo un premio al rischio in linea con quello delle principali economie sviluppate (Dimson et al., 2002) e le performance del periodo 2001-2005 sono apparse in linea con quelle degli altri principali mercati. Di maggior rilevanza potrebbe essere la nota minor dimensione relativa del listino italiano, in questo accomunato solo a quello tedesco: a fine 2005 il rapporto tra capitalizzazione domestica e prodotto interno lordo era inferiore al 50% in Italia e Germania, rispetto al 66% dell'Area euro e a quasi il 150% del Regno Unito. Nell'ipotesi in cui gli investimenti di portafoglio siano soprattutto destinati ad azioni quotate, la minor propensione alla quotazione delle imprese italiane potrebbe essere un'importata causa del minor investimento finanziario complessivo di non residenti in Italia.

Anche le condizioni legali e istituzionali potrebbero scoraggiare gli investitori esteri. In particolare può aver inciso su tali dinamiche la storica minor tutela degli azionisti di minoranza presente in Italia (La Porta *et al.*, 1998, 2000), anche se c'è da osservare che nel corso dell'ultimo decennio l'insieme di regole a tutela dell'azionista di minoranza si è fortemente arricchito, sia dal punto di vista normativo che dell'autodisciplina delle società quotate, e molte delle pratiche di sistematico *enhancement* del controllo, quali il ricorso a piramidi e l'emissione di azioni senza diritto di voto, sono state progressivamente abbandonate (Rigamonti, 2007). Resta però vero che le strutture proprietarie delle imprese italiane, siano esse quotate che non, continuano a essere chiuse e poco contendibili (Bianchi e Bianco, 2003; Giacomelli e Trento, 2005) e che gli istituti previsti di partecipazione delle minoranze alla vita aziendale trovano ancora ridotta applicazione come evidenziato dallo scarso attivismo mostrato dagli investitori non di controllo nelle assemblee societarie (Eurispes e GSCProxitalia, 2004).

Considerazioni a parte riguarderebbero inoltre tutte quelle condizioni istituzionali e legali che rendono un sistema Paese nel suo complesso attraente nel conteso internazionale grazie a una percezione complessiva di *confidence*. Da questo punto di vista è stata da più commentatori evidenziata una reticenza storica a investire in Italia da parte di alcuni Paesi, difficile da modificare nel tempo.

Infine, è ancora più remota la prospettiva che l'Italia si proponga come un centro finanziario globale, capace di collocare all'estero ad esempio anche i propri prodotti del risparmio gestito, mentre sta divenendo sempre più luogo di distribuzione di strumenti



finanziari di provenienza estera. Ciò va a potenziale discapito non solo del settore finanziario ma anche degli effetti benefici che tipicamente conseguono al trasferimento di risorse finanziarie all'economia reale.

Tutte queste considerazioni richiederebbero un'ulteriore indagine empirica per ritenersi conclusive; resta comunque indubbio che in un contesto economico sempre più globalizzato, le capacità di crescita e risposta competitiva dell'Italia non possono prescindere dall'assunzione di un ruolo adeguato nei circuiti internazionali di risorse destinate agli investimenti finanziari.

Bibliografia

Aherne, A.G., W.L. Grier e F. Warnock (2004), "Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities", *Journal of International Economics*, n. 62, vol. 2, pp. 313-363

Amadi, A. (2004), "Does familiarity breed investment? An empirical analysis of foreign equity holdings", Federal Deposit Insurance Corporation, CFR

Banca d'Italia (2006), "Appendice alla Relazione Annuale per l'Anno 2005", www.banccaditalia.it

Bianchi, M. e M. Bianco (2003), "Stato, coalizioni e famiglie: l'evoluzione della governance dei gruppi quotati italiani", *mimeo*

Bohn, H. e L. Tesar (1996), "US equity investments in foreign markets. Portfolio rebalancing or return chasing?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, n. 86, vol. 2, pp. 77-81

Brennen, M. e H. Cao (1997), "International portfolio investment flows", *The Journal of Finance*, n. 52, vol. 5, pp. 1851-1879

Burger, J. e F. Warnock (2006), "Foreign participation in local currency bond markets", *Review of Financial Economics*, *forthcoming*

Cleaver, C. e F.E. Warnock (2002), "Financial centres and the geography of capital flows", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, n. 722, aprile

Dimson, E., P. Marsh e M. Staunton (2002), "Triumph of the Optimists. 101 years of global investment returns", Princeton University Press, New Jersey

Edison, H. e F. Warnock (2003), "Cross-borders listings, capital controls and equity flows to emerging markets", FRB International finance discussion papers, n. 770

Eurispes e GSCProxitalia (2004), "Piccoli investitori e società quotate: fiducia, trasparenza e controlli", Eurispes, Roma

FESE (2007), "Shareownership structure", www.fese.be

French, K.R. e G.M. Poterba (1991), "Investor diversification and international equity markets", *American Economic Review*, n. 81, vol. 2, pp. 222-226

Gelos, R. e S. Wei (2005), "Transparency and international portfolio holdings", *Journal of Finance*, n. 60, vol. 6, pp. 2987-3020



Giacomelli, S. e S. Trento (2005) “Controllo e trasferimento nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?”, Temi di discussione della Banca d'Italia n. 550, giugno, www.bancaditalia.it

Giannetti, M. e Y. Koskinen (2005), “Investor protection and the demand for equity”, ECGI Finance Working Paper, n. 64

Gordon, R. e A. Bovemberg (1996), “Why is capital so immobile internationally? Possible explanations and implications for capital income taxation”, *American Economic Review*, n. 86, vol. 5, pp. 1057-1075

Grinblatt, M. e M. Keloharju (2001), “How distance, language and culture influence stock holdings and trades”, *The Journal of Finance*, n. 56, vol. 3, pp. 1053-1074

IMF (2002), “Coordinated Portfolio Investment Survey Guide. Second Edition”, www.imf.org

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e R.W. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, n. 106, vol. 6, pp. 1113-1155

La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. e R.W. Vishny (2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, n. 58

Levy, H. e M. Sarnat (1970), “International diversification of investment portfolios”, *American Economic Review*, n. 60, vol. 4, settembre, pp. 668-675

Portes, R. e H. Rey (2005), “The determinants of cross-border equity transaction flows”, *Journal of International Economics*, n. 65, vol. 2, pp. 269-296

Rauch, J. (2001), “Business and social networks in international trade”, *Journal of Economic literature*, n. 39, pp. 1177-1203

Rigamonti, S. (2007), “Evolution of ownership and control in Italian IPO firms”, *BITNotes* n. 17, maggio, www.borsaitaliana.it

Tesar, L. e I. Werner (1995), “Home bias and high turnover”, *Journal of International Money and Finance*, n. 14, vol. 4, pp. 467-493

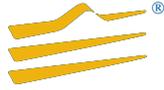
UIC (2004), “Gli investimenti di portafoglio italiani all'estero”, Supplemento al Bollettino Statistico

Warnock, F.E. (2001), “Home bias and high turnover reconsidered”, *Journal of International Money and Finance*, n. 21, vol. 6, pp. 795-805



Numeri pubblicati

- N. 1 “Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive”, A. Franzosi e E. Pellizzoni (Ottobre 2001)
- N. 2 “Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell’evoluzione recente”, L. Filippa e A. Franzosi (Novembre 2001)
- N. 3 “Investitori retail e Borsa. Risultati di un’indagine presso i risparmiatori italiani”, L. Filippa e A. Franzosi (Novembre 2001)
- N. 4 “Il settore delle macchine utensili in Italia: caratteri strutturali e potenzialità di sviluppo”, A. Franzosi e E. Pellizzoni (Ottobre 2002)
- N. 5 “Nuove quotazioni e clausole di lock-up”, F. Bertoni, G. Giudici, P. A. Randone, C. Rochira e P. Zanoni (Dicembre 2002)
- N. 6 “Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa”, E. Pellizzoni (Dicembre 2002)
- N. 7 “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, A. Franzosi e E. Pellizzoni (Febbraio 2003)
- N. 8 “Are euro area small caps an asset class? Evidence from mean-variance spanning tests”, G. Petrella (May 2003)
- N. 9 “Il settore legno-arredamento in Italia: evoluzione e rapporto con il mercato azionario”, A. Franzosi, L. Negro e E. Pellizzoni (Luglio 2003)
- N. 10 “Tassazione e sviluppo del mercato dell’equity per le Pmi. Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali”, L. Gandullia (Febbraio 2004)
- N. 11 “Profili e comportamenti dei traders online. Primo rapporto sul mercato italiano” A. Franzosi e E. Pellizzoni (Maggio 2004)
- N. 12 “Investitori retail e Borsa. Secondo rapporto sullo shareholding in Italia” A. Franzosi, E. Grasso e E. Pellizzoni (Novembre 2004)
- N. 13 “Gli effetti della quotazione. Evidenza per le mid & small caps italiane”, A. Franzosi e E. Pellizzoni (Giugno 2005)
- N. 14 “The Evolution of Initial Public Offerings in Italy”, F. Dalle Vedove, G. Giudici e P. A. Randone (June 2005)
- N. 15 “A comparative study of Initial Public Offerings in Italy e in the United Kingdom”, S. Paleari, E. Pellizzoni e S. Vismara (December 2005)
- N. 16 “Portfolio e psychology of high frequency online traders. Second report on the Italian market”, B. Alemanni e A. Franzosi (July 2006)
- N. 17 “Evolution of ownership e control in Italian IPO firms”, S. Rigamonti (May 2007)
- N. 18 “Gli investimenti azionari internazionali di portafoglio: quale ruolo per l’Italia?”, A. Franzosi e M. Geranio (Novembre 2007)



BORSA ITALIANA

Research & Development
Piazza degli Affari, 6 - 20123 - Milano
Tel (02) 72426.478 - Fax (02) 86464323
e-mail: research@borsaitaliana.it

www.borsaitaliana.it