



BORSA ITALIANA
ITALIAN EXCHANGE

BitNOTES

N. 2 - NOVEMBRE 2001

Capitalizzazione di Borsa,
settori istituzionali
e portafoglio *retail*.
Analisi dell'evoluzione recente

Luca Filippa
Alessandra Franzosi

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

Redazione e Impaginazione: Borsa Italiana Spa, Research & Development Division

© Novembre 2001 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



Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio *retail*. Analisi dell'evoluzione recente

Luca Filippa^a, Alessandra Franzosi^b
Novembre 2001

Abstract

La partecipazione diretta degli investitori *retail* al mercato di Borsa ha acquisito nel corso degli ultimi anni un ruolo di rilievo, a seguito della rapida modifica dei comportamenti finanziari delle famiglie italiane. Le statistiche finora disponibili non sono però in grado di fornire una quantificazione precisa del fenomeno. Obiettivo di questo lavoro è ovviare a tale carenza attraverso l'aggregazione di più fonti informative. La stima della distribuzione della capitalizzazione del mercato azionario tra i diversi settori istituzionali mette in luce come le famiglie detengano attualmente una quota superiore al 26% del totale. Un confronto internazionale evidenzia come la situazione italiana sia in linea con l'esperienza dei maggiori Paesi europei. Analizzando la composizione del portafoglio finanziario delle famiglie, si può osservare come nel periodo più recente l'investimento diretto in azioni italiane quotate sia cresciuto fino a posizionarsi su livelli vicini a quelli dei titoli di Stato, da cui solamente sei anni fa era separato da oltre 20 punti percentuali.

During the second half of the 90s, Italian retail investors participation in equity markets has become an important phenomenon, driven by deep changes in households attitude towards investment in shares. Until now aggregate data to quantify its dimension were not available. First goal of this paper is to solve this lack of information, providing an estimate of the distribution of domestic market capitalisation among institutional sectors. The main result highlights that from the end of 1999 retail investors hold more than 26% of the total market capitalisation. This result is in line with main European equity markets, as explained by an international comparison. In the meanwhile, the weight of Italian listed shares in households portfolio grew up to a level close to that of Treasury bonds.

Keywords: Shareholders, Italian Exchange, Household savings, Household portfolios
JEL: D19, G11

(a) Borsa Italiana Spa - Research & Development Division, e-mail: luca.filippa@borsaitalia.it.

(b) Borsa Italiana Spa - Research & Development Division, e-mail: alessandra.franzosi@borsaitalia.it (*corresponding author*).

Le opinioni espresse impegnano esclusivamente gli autori e non sono in alcun modo ascrivibili a Borsa Italiana Spa. Si ringraziano per l'importante materiale messo a disposizione Marcello Bianchi, Domingo Garcia Coto, Laura Pacetti e Concetta Ricciardi. Marcello Bianchi ha inoltre fornito utili consigli su una versione preliminare del testo. Gli autori restano ovviamente gli unici responsabili di errori e imprecisioni.





1. Introduzione

Negli ultimi cinque anni del secolo scorso il mercato borsistico italiano ha conosciuto una dinamica di crescita eccezionalmente positiva in termini di capitalizzazione complessiva, numero di società quotate e controvalore degli scambi, che lo ha portato a rivestire sul piano internazionale un ruolo comparabile a quello del sistema economico nazionale. Parallelamente si è assistito a una profonda ricomposizione dei soggetti che detengono il capitale delle società quotate. Il processo di dismissione di ampia parte delle partecipazioni pubbliche in società già quotate o quotate in occasione della privatizzazione ha determinato una netta flessione del ruolo dello Stato (che ancora a fine 1995 deteneva oltre un quarto della capitalizzazione del mercato), di cui hanno beneficiato principalmente le famiglie, non solo attraverso l'investimento diretto - realizzato con l'acquisto di azioni - ma anche, sia pure con intensità inferiore, attraverso la partecipazione mediata dagli investitori istituzionali. L'entità del mutamento, la sua rilevanza a livello macroeconomico e la rapidità con la quale si è prodotto pongono un'urgenza conoscitiva per gli attori che a vario titoli operano sui mercati finanziari.

Un primo passo per comprendere i fenomeni in atto è la precisa quantificazione degli stessi. L'insieme di statistiche attualmente disponibili in tema di detenzione delle azioni italiane quotate risulta però piuttosto frammentato e non consente - se non a fatica - di tracciare un quadro organico dell'evoluzione e dei livelli raggiunti. Obiettivo di questo lavoro è quindi di sistematizzare e rendere coerente questa pluralità di informazioni. Ciò consente di ottenere una valutazione di come si è modificata la distribuzione della capitalizzazione tra i settori istituzionali durante il periodo 1995-giugno 2001. Questo risultato costituisce inoltre il punto di partenza per quantificare il valore del portafoglio di azioni italiane quotate detenute dalle famiglie, voce che viene solitamente - e non del tutto correttamente - assimilata al più ampio aggregato di "azioni e partecipazioni", che in conseguenza della particolare natura del tessuto industriale italiano include anche un ampio aggregato esterno alla Borsa. Una volta adottata la più precisa quantificazione, si può notare come la riallocazione del portafoglio delle famiglie verso l'investimento in azioni nazionali quotate costituisce uno dei trend di maggiore rilievo in tema di decisioni del risparmio della fine degli anni Novanta.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 propone una stima della distribuzione della capitalizzazione di Borsa tra i settori istituzionali relativamente al periodo 1995-2001 (giugno). Il paragrafo 3 effettua un confronto internazionale. La sezione 4 descrive il portafoglio finanziario delle famiglie italiane mettendo in evidenza la quota di attività finanziarie investita in azioni italiane quotate. Il quinto paragrafo conclude, mentre una nota metodologica descrive le fonti statistiche e i criteri di aggregazione delle stesse che sono stati utilizzati.

2. La distribuzione della capitalizzazione di Borsa

Le informazioni disponibili in Italia in tema di possesso azionario hanno fonti diverse. Partendo da un punto di vista macroeconomico, il primo punto di riferimento è costituito dai Conti finanziari del Paese redatti da Banca d'Italia, che allocano tra i settori istituzionali il valore di azioni e partecipazioni emesse dai residenti. Si tratta della statistica comunemente utilizzata quando ci si riferisce al tema dei possessi azionari. Questa fonte però fornisce informazioni relative a un insieme nettamente più ampio di quello delle sole azioni nazionali quotate, aggregandovi anche la proprietà di azioni non quotate e le partecipazioni in altre forme societarie. La particolare natura della struttura industriale italiana, caratterizzata dalla presenza di un importante tessuto di piccole e medie imprese a controllo familiare, fa sì che questo secondo insieme rappresenti un aggregato sensibilmente superiore a quello delle azioni quotate. Inoltre, la diversa dinamica dei due aggregati determina un'evoluzione temporale non sincrona: come si vedrà più avanti, dal 1995 al 2001¹ il rapporto tra le azioni non quotate e le quotate si muove da un livello superiore a 5 a valori intorno all'1,5. Quando l'interesse sia pertanto specifico al comparto delle quotate, il riferimento al dato aggregato desumibile dai Conti finanziari Banca d'Italia può essere poco rappresentativo.

Si rende quindi necessario fare riferimento anche ad altre fonti. Per le partecipazioni in azioni quotate da parte degli investitori istituzionali, soggetti a un regime di vigilanza che implica una precisa *disclosure* delle attività finanziarie detenute in portafoglio, il quadro fornito da Banca d'Italia nella sezione della Relazione Annuale loro dedicato è esaustivo². Un analogo livello di dettaglio è disponibile per quanto riguarda le gestioni patrimoniali.

Una seconda importante fonte di dati è costituita dalle informazioni dell'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. L'obbligo di comunicazione sulle partecipazioni rilevanti nelle società quotate - e di quelle di queste ultime in società non quotate - costituisce il presupposto giuridico (a suo tempo sancito dall'art. 5 della legge 216/74, ora incorporato nell'art. 120 del Testo Unico della Finanza) per un flusso di informazioni che è elaborato dalla Consob e consente una mappatura, in tempi estremamente rapidi, dei mutamenti delle compagini azionarie delle società quotate. A tal fine sono definite partecipazioni rilevanti quelle (detenute direttamente o tramite società controllate) superiori al 2 per cento del capitale con diritto di voto³. Il riferimento all'Archivio Consob consente la determinazione della quota di capitalizzazione posseduta dalle diverse categorie di settori istituzionali.

-
- (1) La complessità della raccolta dei dati dei Conti finanziari prevede la possibilità di variazioni anche significative a seguito di revisioni. L'analisi è stata protratta, con riferimento ai dati disponibili, al giugno 2001: l'esperienza ha dimostrato come i dati degli ultimi 12-18 mesi siano però dotati di un margine di provvisorietà, di cui va tenuto conto nelle interpretazioni.
 - (2) Per il periodo più recente il dato relativo ai fondi comuni di investimento è stato integrato con informazioni di fonte Assogestioni che consentono di tener conto dei possessi di azioni italiane quotate da parte di fondi di diritto esteri direttamente controllati da gruppi bancari o finanziari italiani.
 - (3) L'azionista di interesse è dunque quello in cima all'eventuale catena di controllo, e non, come nella fattispecie Banca d'Italia, l'azionista diretto. Non sono oggetto di dichiarazione i possessi di azioni di risparmio, che non conferiscono diritti di voto.



Il quadro viene completato da un'altra fonte significativa. Il monitoraggio della quota degli investitori esteri viene effettuato attraverso dati di fonte Ufficio Italiano Cambi (UIC), che rende disponibili i flussi aggregati delle operazioni di investimento e disinvestimento in azioni italiane quotate effettuati dagli intermediari per conto di soggetti non residenti. Nella Nota Metodologica riportata in appendice è descritta in dettaglio la procedura utilizzata per l'aggregazione delle informazioni sopra menzionate e per la valutazione dei settori non coperti da alcuna statistica preesistente.

La tavola 1 propone la stima della distribuzione della capitalizzazione complessiva delle società nazionali quotate sui mercati azionari di Borsa Italiana (Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Ristretto) per il periodo che va dal 1995 al giugno 2001⁴. I settori istituzionali considerati seguono una classificazione standard.

Tavola 1 - Distribuzione della capitalizzazione di Borsa

quota % di fine periodo ⁽¹⁾	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001-I
Investitori esteri	11.6%	15.0%	18.6%	19.6%	16.3%	15.7%	15.5%
Investitori nazionali	88.4%	85.0%	81.4%	80.4%	83.7%	84.3%	84.5%
Investitori istituzionali	13.4%	13.5%	15.7%	15.5%	12.3%	13.2%	13.7%
- Assicurazioni	4.3%	4.4%	4.9%	3.9%	2.5%	3.1%	3.9%
- Fondi pensione	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%
- Gestioni patrimoniali	2.6%	3.0%	3.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
- Fondi comuni d'investimento	5.7%	5.3%	6.5%	8.1%	6.4%	6.8%	6.5%
Banche	5.8%	4.0%	5.7%	10.0%	5.5%	6.3%	4.8%
Fondazioni bancarie	3.1%	3.5%	2.8%	4.7%	4.3%	4.8%	4.8%
Holdings	18.7%	12.8%	22.0%	17.8%	24.2%	23.7%	22.8%
Famiglie	21.2%	18.7%	23.1%	23.4%	26.2%	26.4%	29.3%
Settore pubblico	26.1%	32.5%	12.0%	8.9%	11.2%	9.9%	9.1%
<i>Per memoria:</i>							
Capitalizzazione (ML euro)	171 668	202 732	314 720	485 187	726 566	818 384	680 026
Variazione % capitalizzazione	10.2%	18.1%	55.2%	54.2%	49.7%	12.6%	-16.9%
Variazione % indice MIB	-6.9%	13.1%	58.2%	40.7%	22.5%	5.4%	-14.3%

(1) Per il 2001, dati provvisori relativi a fine giugno

Elaborazioni Borsa Italiana su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Consob, R&S e UIC

La prima importante distinzione è tra investitori esteri e nazionali. Questi ultimi sono a loro volta suddivisi in investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, gestioni patrimoniali, assicurazioni e fondi pensione), banche, fondazioni bancarie, *holdings*, famiglie e settore pubblico.

Nella voce *holdings* viene compreso il possesso azionario delle società (Spa, Sapa, Srl) che - sulla base dell'Archivio Consob - risultano al vertice della catena di partecipazioni in società quotate⁵ e delle persone fisiche che risultino disporre di partecipazioni

(4) Come già anticipato, i dati di giugno 2001 sono da considerarsi ampiamente provvisori. La possibilità di risalire a situazioni precedenti il 1995 è resa complicata dal fatto che a partire da quell'anno sono disponibili le serie storiche dei Conti finanziari Banca d'Italia redatte secondo la metodologia SEC95 e delle elaborazioni sull'Archivio Consob.

(5) Il caso è tutt'altro che infrequente, ed è relativo a tutte quelle situazioni in cui non sia individuabile una singola persona fisica che disponga del loro controllo.

rilevanti. La ragione dell'inclusione nelle *holdings* di quest'ultimo aggregato è determinata da due riflessioni. In primo luogo si ritiene che la detenzione da parte di una persona fisica di una partecipazione superiore al 2% nel capitale di una società quotata rivesta più la finalità di investimento industriale o di controllo che di pura decisione finanziaria di allocazione del risparmio (quale è invece la classica situazione che riguarda le famiglie). In secondo luogo si è inteso evitare di introdurre nelle valutazioni un'asimmetria derivante dalla struttura giuridica adottata per il controllo: importanti partecipazioni in gruppi finanziari di natura simile sarebbero in tal caso stati attribuiti a settori diversi solamente in funzione della scelta di porre al vertice della catena di controllo una società a controllo congiunto (per esempio una Sapa) piuttosto che una persona fisica.

Con il termine di settore pubblico ci si riferisce alle partecipazioni dello Stato e degli enti locali.

Questa determinazione dei settori risponde a esigenze diverse e non del tutto coincidenti. La presenza di una voce distinta sulle gestioni patrimoniali è funzionale a descrivere una quota significativa degli ammontari affidati in gestione a operatori finanziari specializzati. Da un punto di vista macroeconomico, il suo valore è però aggregabile a quello delle famiglie. Similmente, si è deciso di mantenere separati Fondazioni bancarie e settore pubblico - che potrebbero essere inquadrati nella medesima logica - per consentire di cogliere il differente trend che li ha caratterizzati nel periodo recente.

Per dare conto della dimensione della crescita del mercato azionario, la tavola riporta anche il valore della capitalizzazione di Borsa a fine anno e il tasso di crescita della stessa e dell'indice generale.

La determinazione di una distribuzione puntuale della capitalizzazione di Borsa ha richiesto l'effettuazione di alcune ipotesi, anche restrittive, per la ripartizione della quota residua. I risultati qui presentati risentono, nel valore puntuale di ciascuna posta, di tali ipotesi. Nel loro messaggio generale appaiono però robusti: anche adottando metodologie di calcolo differenti i risultati non hanno evidenziato particolari difformità, soprattutto se più che ai livelli puntuali si pone l'attenzione alla loro evoluzione nel corso del tempo. Oggetto delle riflessioni saranno quindi i messaggi chiave che ne scaturiscono⁶, e che sono meglio proposti nella rappresentazione grafica della figura 1.

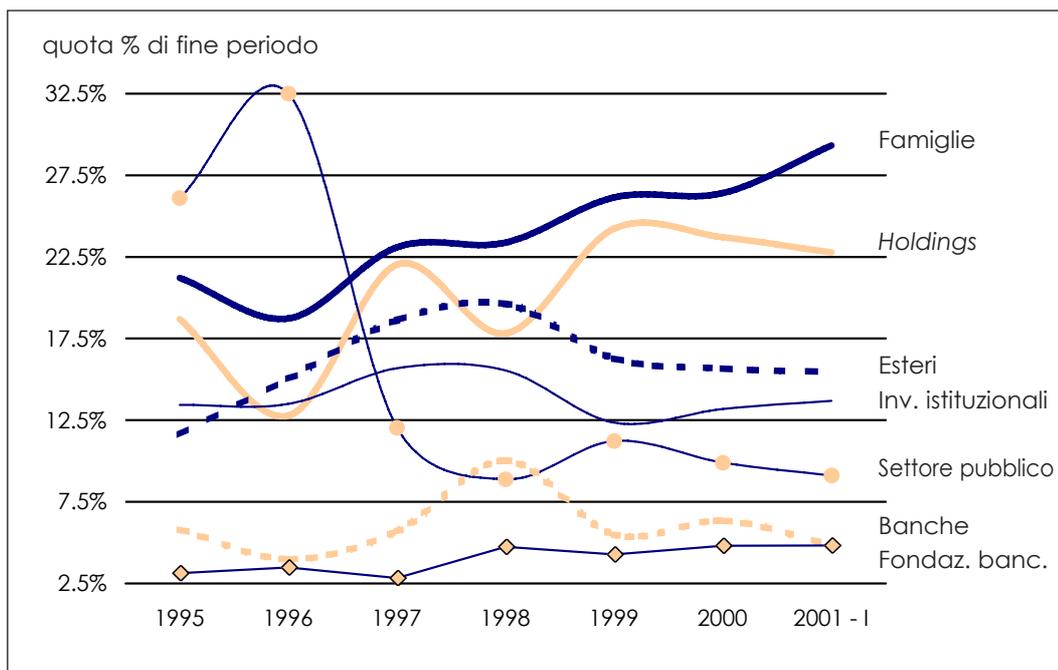
A fine 2000 il 15,7% della capitalizzazione dei mercati azionari italiani è detenuta da investitori esteri. Tale quota ha evidenziato una tendenza alla crescita nel periodo 1995-98, anni in cui è stata interessata da uno dei maggiori tassi di crescita del mercato, per poi subire un rallentamento nel biennio successivo, in cui il portafoglio di azioni italiane detenute da investitori esteri è aumentato in valore, ma meno della crescita della capitalizzazione (in questo caso guidata dalla domanda da parte degli investitori domestici). Il trend internazionale spinge nella direzione di un ampliamento del ruolo della domanda estera nei mercati nazionali. In ambito europeo ciò è stato determinato dalla progressiva liberalizzazione della prestazione dei servizi finanziari, che trova il suo apice nell'adozione - a partire dal 1996 - della direttiva sui Servizi di Investimento, e dalla realizzazione

(6) Alla luce della provvisorietà dei dati 2001, generalmente si farà riferimento alla situazione in essere a fine 2000.



dell'Unione Economica e Monetaria, che dal gennaio 1999 ha annullato i rischi di cambio tra gli undici (dodici dal gennaio 2001) Paesi dell'area euro. L'evoluzione italiana si inserisce compiutamente in tale contesto: nonostante il recente rallentamento, la partecipazione degli investitori esteri ha evidenziato una delle dinamiche più elevate, con un tasso annuo di crescita pari al 45,1%.

Figura 1 – Peso sulla capitalizzazione di Borsa dei settori istituzionali



Elaborazioni Borsa Italiana su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Consob, R&S e UIC

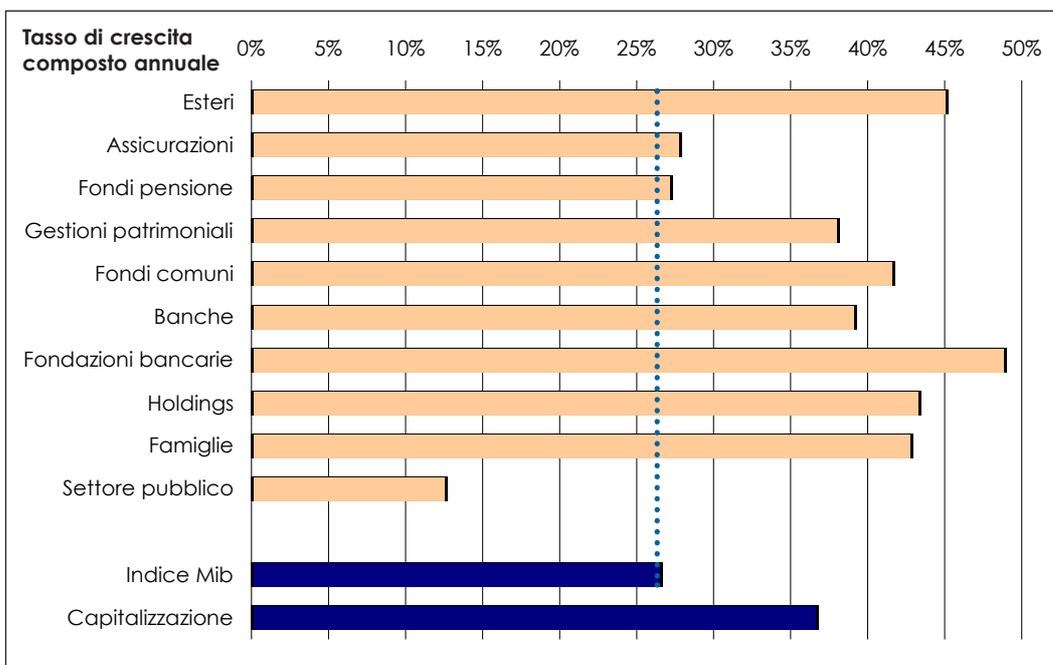
Sul fronte degli investitori nazionali risalta la progressione fatta registrare dalle voce delle famiglie, che nel periodo 1995-2000 hanno evidenziato uno dei tassi di crescita più elevati (figura 2). Più del 26% della capitalizzazione di Borsa è posseduta direttamente dalle famiglie italiane. Tale valore, raggiunto nel corso del 1999 si è mantenuto sostanzialmente invariato a fine 2000 per salire ulteriormente - pur in un contesto di generale contrazione dei livelli assoluti - oltre il 29% nella prima metà del 2001. L'avvicinarsi dell'investitore *retail* ai mercati borsistici è un fenomeno che accomuna molti paesi ed è riconducibile tanto a fattori congiunturali che strutturali. La riduzione dei tassi di interesse sui titoli di Stato ha indotto una riallocazione di portafoglio verso forme di investimento caratterizzate da livelli superiori di rischio e rendimento; le privatizzazioni di importanti aziende hanno avvicinato il pubblico *retail* al mercato borsistico e il *rally* azionario che ha sostenuto i corsi costantemente dal 1998 a inizio 2000 ha ulteriormente incoraggiato i piccoli investitori. A questi fattori transitori si possono affiancare anche aspetti più strutturali quali una migliore conoscenza dell'andamento dei mercati, l'azione da parte degli intermediari interessati a diversificare e qualificare le modalità di relazione con la clientela e, almeno in parte, lo sviluppo di Internet e quindi della possibilità di effettuare

operazioni *on-line*.

Specularmente all'aumento della quota *retail* della capitalizzazione di Borsa, il settore pubblico ha conosciuto una progressiva flessione. Il processo di privatizzazione di importanti società detenute per quote di rilievo dallo Stato ne ha progressivamente ridotto la presenza nelle attività economiche⁷.

L'anno di decisa contrazione della presenza del settore pubblico nelle società quotate è stato il 1997, in cui la quota ha raggiunto il 12,0% rispetto al 32,5% dell'anno precedente. In quell'anno sono state realizzate operazioni di privatizzazione di società già quotate; è il caso di ENI III e Telecom Italia. Il rimbalzo registrato nel 1999, quando in quota alla capitalizzazione il settore pubblico guadagna 2 punti percentuali, trova spiegazione nell'operazione di privatizzazione di Enel. A fine 2000 il 9,9% della capitalizzazione di Borsa fa capo a Stato ed enti locali. Tale livello lascia ancora aperti ampi margini per ulteriori operazioni di dismissione delle quote di società a capitale statale.

Figura 2 – Tasso di crescita 1995-2000 dei portafogli di azioni italiane quotate



Elaborazioni Borsa Italiana su dati Assogestioni, Banca d'Italia, Consob, R&S e UIC

Della riduzione del ruolo del settore pubblico non sembrano aver beneficiato, in termini di importanza relativa nella proprietà di aziende quotate sui mercati di Borsa Italiana, gli investitori istituzionali, che - come si vedrà più avanti - sono invece stati interessati da una fortissima crescita delle attività complessivamente gestite. In quota alla capitalizzazione totale essi aumentano sino al 1998, per poi perdere di importanza relativa, attestan-

(7) Nella prima fase delle privatizzazioni, l'ammissione a quotazione di società di grandi dimensioni contestuale alla dismissione di una loro quota di minoranza ha determinato l'effetto - apparentemente paradossale - di accrescere (anziché diminuire) il peso del settore pubblico.



dosi nel biennio 1999-2000 tra il 12% e il 13%. I fondi comuni di investimento, che a fine 1998 detenevano l'8,1% della capitalizzazione totale - un dato vicino al loro massimo storico (9,0% a fine 1987) - sono scesi nel 2000 al 6,8%.

Questo risultato apre un importante quesito sul rapporto tra investitori *retail* e mercato borsistico, in cui i primi sinora sembrano aver prediletto canali diretti di investimento nelle aziende italiane quotate senza il passaggio attraverso la gestione da parte di investitori istituzionali, cui invece hanno fatto massicciamente ricorso per diversificare verso tutte le altre tipologie di strumenti (titoli obbligazionari nazionali ed esteri, azioni estere). Nella letteratura sull'argomento ne è scaturita una definizione "fai da te" dell'investitore sui mercati nazionali⁸, che ha utilizzato i fondi comuni di investimento soprattutto a fini di diversificazione internazionale del suo portafoglio. Il quadro che ne risulta è comunque quello di una presenza ancora limitata degli investitori istituzionali sul mercato borsistico italiano, in parte attribuibile anche alle fasi embrionali in cui a oggi continua a trovarsi l'industria dei fondi pensione.

Per concludere il quadro si può notare come l'evoluzione delle quote attribuibili a fondazioni bancarie e *holdings* sia prevalentemente riconducibile alle dinamiche che hanno interessato i due settori, quali le operazioni di riassetto del sistema bancario e i processi di ricomposizione degli assetti proprietari dei principali gruppi finanziari italiani. Nello specifico, si può osservare la netta crescita del peso delle *holdings* determinata nel 1999 dall'Opa su Telecom Italia.

(8) BNL-Centro Einaudi (1999)

3. Un confronto internazionale

La distribuzione della capitalizzazione di Borsa tra i settori istituzionali e, dunque, la tipologia di domanda che si affaccia sul mercato azionario costituiscono un indicatore sintetico del grado di sviluppo di un mercato finanziario e fotografano implicitamente i caratteri salienti del tessuto economico e industriale di un paese. La comparazione internazionale consente di posizionare in termini relativi una piazza finanziaria rispetto alle altre e mette in luce quanto i flussi finanziari che caratterizzano un paese siano simili o difforni da quelli di altre realtà nazionali.

In questa sede il confronto della distribuzione della capitalizzazione di Borsa in Italia, ottenuta nel precedente paragrafo, con quella delle realtà dei principali mercati borsistici internazionali è condotto a partire da due indagini indette, rispettivamente, dalla FESE (*Federation of European Securities Exchanges*) e dall'FIBV (*International Federation of Stock Exchanges*)⁹. La tavola 2 presenta la distribuzione della capitalizzazione delle maggiori borse mondiali, anche se non per tutti i Paesi si dispone del medesimo grado di disaggregazione. Le piazze finanziarie sono aggregate distinguendo le realtà dell'Europa continentale da quelle dei paesi Scandinavi, dai mercati anglosassoni e dal Giappone. Questa ripartizione, oltre a rispettare una vicinanza territoriale, segue il fatto che i mercati finanziari anglosassoni tendono a posizionarsi in modo diverso rispetto a quelli europei (siano essi continentali che del Nord Europa). Tipicamente presentano una più spiccata presenza dell'investitore finale, tanto in termini di partecipazione diretta che attraverso gli investitori istituzionali. Per l'Italia si rilevano alcune peculiarità che la contraddistinguono ulteriormente, anche nel confronto con i più vicini Paesi dell'Europa continentale.

Un primo importante aspetto da considerare è il rilievo degli investitori esteri rispetto alla domanda nazionale di azioni. L'incidenza della domanda estera di azioni quotate è sistematicamente inferiore a quella della domanda interna. Questa regolarità, nota in letteratura come *home country bias*, indica appunto come vi sia una preferenza degli attori economici di un paese alla sottoscrizione di azioni nazionali piuttosto che internazionali. Tale caratteristica però è andata progressivamente attenuandosi nel corso degli anni Novanta. Fenomeni quali il processo di globalizzazione, la liberalizzazione della prestazione dei servizi finanziari derivante dalla Direttiva servizi di investimento, l'adozione dell'euro, la progressiva diversificazione dei portafogli, la crescita delle operazioni di M&A tra paesi hanno in generale intensificato le operazioni *cross border*. I Paesi europei sono risultati particolarmente interessati a questo processo e, in media, a fine 2000 la loro quota di investitori esteri si colloca tra il 30% e il 40% dell'intera capitalizzazione. Da questo punto di vista la situazione italiana, dove la presenza estera supera di poco il 15%, prefigura ampi spazi di ampliamento per i prossimi anni.

Relativamente alla domanda interna, sono quattro i macro-settori di rilievo per i

(9) La fonte principale è una ricerca FESE in corso di elaborazione, [Garcia Coto (2001)] i cui dati sono più recenti e dettagliati; in caso di mancata presenza del mercato di interesse si è utilizzata la *survey* FIBV (2000).

**Tavola 2 – Capitalizzazione e settori istituzionali: un confronto internazionale****Europa continentale**

quota % di fine periodo ⁽¹⁾	Borsa	Borsa	Deutsche	Euronext		
	Italiana	de Madrid	Börse	Parigi	Amsterdam	Bruxelles
	2000	2000	2000	2000	1999	1999
Esteri	15.7%	34.7%	19.9%	36.5%	43.6%	33.7%
Nazionali	84.3%	65.4%	80.1%	63.5%	56.4%	66.3%
Investitori istituzionali	13.2%	} 7.1%	9.6%	19.6%	} 20.7%	} 14.8%
- Assicurazioni e fondi pensione	3.7%		4.9%	7.3%		
- Gestioni patrimoniali	2.7%		-	-		
- Fondi comuni	6.8%		4.7%	12.4%		
Banche	6.3%	7.3%	8.4%	8.9%		
Holdings	23.7%	20.3%	40.1%	20.8%		27.0%
Famiglie	26.4%	30.5%	15.6%	7.7%	35.7%	24.5%
Settore pubblico	14.7%	0.2%	6.4%	6.5%	-	-
Capitalizzazione a fine 2000 (MD euro)	818.4	537.0	1 352.9	1 540.8	682.2	196.7

Europa del Nord

quota % di fine periodo ⁽¹⁾	Stockholm S.E.	Oslo Børs	Helsinki E.	Copenhagen S.E.
	2000	2000	2000	1999
Esteri	38.9%	34.1%	73.6%	24.6%
Nazionali	61.1%	65.9%	26.4%	75.4%
Investitori istituzionali	} 28.3%	16.1%	} 2.0%	} 26.9%
- Assicurazioni e fondi pensione		7.1%		
- Gestioni patrimoniali		-		
- Fondi comuni		8.9%		
Banche		-		
Holdings	10.3%	17.4%	9.1%	20.9%
Famiglie	13.1%	7.7%	7.3%	17.3%
Settore pubblico	9.4%	24.6%	8.0%	8.5%
Capitalizzazione a fine 2000 (MD euro)	349.6	70.5	312.8	119.1

Paesi anglosassoni e Giappone

quota % di fine periodo ⁽¹⁾	London S.E.	NYSE	Giappone
	1999	1999	1999
Esteri	29.3%	6.4%	12.4%
Nazionali	70.7%	93.6%	87.6%
Investitori istituzionali	50.8%	} 50.5%	} 37.0%
- Assicurazioni e fondi pensione	41.1%		
- Gestioni patrimoniali	7.0%		
- Fondi comuni	2.7%		
Banche	-		
Holdings	3.5%	-	23.7%
Famiglie	15.3%	42.4%	26.4%
Settore pubblico	0.1%	0.7%	0.5%
Capitalizzazione a fine 2000 (MD euro)	2 744.7	12 187.3	3 362.8

(1) L'eventuale mancata quadratura dei totali è dovuta alle voci non identificate o agli arrotondamenti
Elaborazioni Borsa Italiana su dati FESE e FIBV (per Olanda, Stati Uniti e Giappone)

quali si dispone di statistiche per tutti i Paesi, ovvero l'aggregato di investitori istituzionali e banche, le *holdings*, le famiglie e il settore pubblico¹⁰.

Il primo tratto che contrappone l'esperienza dei paesi anglosassoni (Stati Uniti e Londra) a quella delle economie dell'Europa continentale è il ruolo degli investitori istituzionali. E' estremamente diffuso nel primo caso mentre è più contenuto, e con una storia pregressa più breve, nel secondo. Gli investitori istituzionali, ovvero i fondi comuni, le gestioni patrimoniali, le assicurazioni ed i fondi pensione, detengono più del 50% della capitalizzazione della Borsa inglese e di quella statunitense. Il risultato è in parte dovuto all'elevata concentrazione di importanti investitori istituzionali sulla piazza londinese così come su quella americana. Indubbiamente è legato anche ad una più profonda esperienza di partecipazione delle famiglie all'investimento azionario, nella fattispecie detenuto in maniera indiretta. Il peso relativo degli investitori istituzionali è invece meno accentuato per le realtà dell'Europa continentale. In Francia raggiunge quasi il 20% ma si attesta su livelli più bassi in Italia (13,2%), in Germania (9,6%) e in Spagna (7,1%).

Negli Stati Uniti il ruolo svolto dagli investitori istituzionali va di pari passo con la partecipazione diretta del *retail* al mercato di Borsa. Gli investitori individuali pesano per il 42,4% sul totale della capitalizzazione della Borsa di New York. Al NYSE, che anche a seguito di alcune particolarità metodologiche si presenta come situazione estrema, il 92,9% del mercato è detenuto, direttamente o indirettamente, dalle famiglie. Nelle esperienze europee la partecipazione diretta del *retail* all'azionariato è costantemente al di sotto della soglia americana, anche se con gradazioni diverse. Si va da valori piuttosto contenuti di realtà quali Parigi, Oslo e Helsinki¹¹ (intorno al 7%), a situazioni dove il peso inizia ad essere rilevante. In Spagna è, a fine 2000, pari al 30% della capitalizzazione e in Italia superiore al 26%, in linea con Amsterdam e Bruxelles. Il trend di fine anni Novanta che si è registrato a livello internazionale ha operato a favore della crescita della detenzione azionaria da parte delle famiglie. A esso ha contribuito la situazione congiunturale positiva: lo *stock rally* del periodo 1998-inizio 2000 ha incoraggiato l'operatività dei piccoli investitori. Nel contempo hanno agito anche aspetti strutturali quali una migliore conoscenza dell'andamento dei mercati, una diffusa *equity culture* così come lo sviluppo della tecnologia e di Internet che consente la possibilità di effettuare transazioni *on-line*. In Italia e in Spagna - come precedentemente nel Regno Unito e in Francia - un ruolo discriminante è stato infine giocato dal processo di privatizzazione di importanti società pubbliche, che ha rappresentato un momento privilegiato di accesso del risparmiatore *retail* al mercato borsistico.

Sommando il dato della partecipazione diretta ed indiretta del *retail* ai mercati azionari si osserva come la realtà italiana sia ormai assolutamente in linea con quella degli altri paesi dell'area euro, dove tale aggregato si attesta tra il 30% e il 40% della capitalizzazione. Ancora lontani i mercati anglosassoni: nel Regno Unito raggiunge il 65% mentre

(10) Nel confronto internazionale il dato italiano relativo al settore pubblico include, oltre allo Stato e agli enti locali, anche le fondazioni bancarie, alla luce del loro carattere ancora prevalentemente pubblicistico.

(11) Il caso finlandese è pesantemente influenzato dalla presenza dominante di una singola società (Nokia, che rappresenta più del 60% della capitalizzazione totale) il cui azionariato è fortemente internazionalizzato.



supera il 90% negli Stati Uniti.

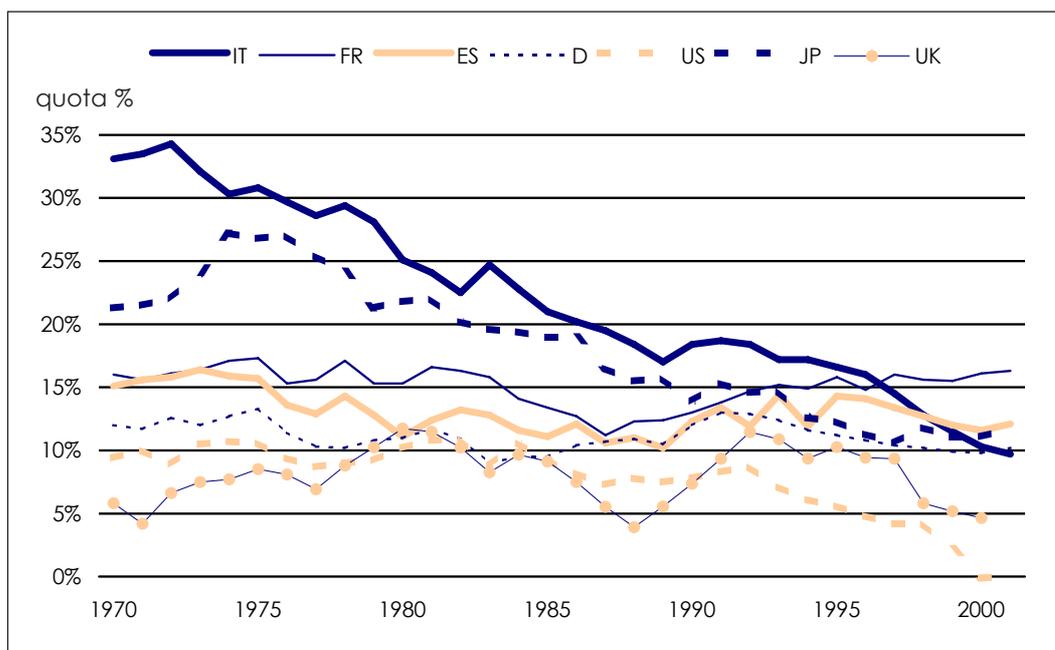
Il dato relativo alle *holdings* misura il grado di partecipazione delle imprese in altre società quotate. Oltre che di ragioni metodologiche, la presenza di una elevata partecipazione delle imprese in altre società può essere il frutto di differenti politiche industriali, quali la volontà di mantenere il controllo nazionale di alcuni settori strategicamente rilevanti (difesa, *high technology*, energia). L'intensa attività di M&A della fine degli anni Novanta e i processi di progressiva concentrazione che hanno interessato molte industrie a livello mondiale hanno senza dubbio spinto verso l'incremento dell'incidenza di questa voce. Il confronto internazionale è comunque disomogeneo. Nei Paesi anglosassoni la quota di capitalizzazione detenuta da *holdings* appare del tutto trascurabile: pressoché assente negli Stati Uniti, è pari al 3,5% nel Regno Unito. Nell'Europa continentale il fenomeno è più accentuato: in Francia, Italia e Spagna il livello è del 20% circa; ben più elevato per la Germania, dove raggiunge il 40%.

Infine, si consideri il settore pubblico. Il peso di questo settore nelle imprese quotate si è andato progressivamente riducendo nel corso degli anni Novanta, e questa tendenza è parsa particolarmente spiccata nelle economie europee, tradizionalmente caratterizzate da una significativa presenza dello Stato nelle attività produttive. A fine 2000 la presenza del settore pubblico è pressoché ovunque inferiore al 10% della capitalizzazione di Borsa. In Germania e Francia si attesta poco sopra il 6%. In Spagna è prossima a zero, a seguito di una intesa politica di privatizzazione che ha interessato le imprese spagnole nel corso della seconda metà degli anni Novanta (nel 1992 la quota era ancora pari al 16%). Tra i Paesi europei, l'Italia (la cui voce comprende in questo caso anche il dato delle fondazioni bancarie - pari al 4,8% - che dovrebbero nei prossimi anni tendere ad assumere comportamenti sempre più caratterizzati da tratti di autonomia e specificità) si posiziona ancora su livelli che lasciano aperti ampi spazi per una futura riduzione del contributo pubblico alla proprietà delle aziende quotate. Per concludere, le esperienze anglosassoni contano una tradizione di marginale partecipazione statale alle imprese presenti sul mercato borsistico.

4. Le azioni italiane quotate nel portafoglio finanziario delle famiglie

Uno dei tratti salienti della seconda metà degli anni Novanta dal punto di vista delle variabili macroeconomiche riguardanti le decisioni di consumo delle famiglie italiane è la progressiva riduzione della propensione al risparmio, a fronte di una crescita marginale del reddito disponibile. Il reddito lordo disponibile cresce, nel periodo 1995-99, del 3,4% l'anno se espresso in termini nominali e dello 0,4% in termini reali¹². La propensione al risparmio delle famiglie italiane tocca il 10% nel 2000 dal 16% del 1995. La flessione dei tassi di risparmio è un fenomeno di portata internazionale ed è un'esperienza storica di più ampio orizzonte temporale come mostra la figura 3. In ogni caso, la propensione al risparmio delle famiglie italiane, tradizionalmente la più elevata tra le economie industrializzate, si colloca a fine anni Novanta in linea con quella dei maggiori Paesi europei e significativamente al di sotto di quella francese.

Figura 3 – Propensione al risparmio: un confronto internazionale



Elaborazioni Borsa Italiana su dati OECD *Economic Outlook*

In questo quadro di contrazione delle risorse risparmiate dalle famiglie si è assistito, contemporaneamente, a profondi mutamenti nell'allocazione delle stesse, sovente verso la detenzione di strumenti potenzialmente più redditizi, nonché più rischiosi. Il nuovo contesto economico e istituzionale ha modificato in modo radicale e in tempi rapidi i comportamenti finanziari delle famiglie italiane. La flessione dei tassi di interesse corrisposti sui titoli di Stato ha in prima battuta disincentivato la sottoscrizione degli stessi. Una pluralità di circostanze hanno specularmente agevolato l'avvicinarsi dei risparmiato-

(12) Istat (2001)



ri all'investimento azionario, sia esso diretto che indiretto. Il mondo del risparmio gestito ha ampliato il ventaglio di offerte, tanto in termini di tipologie di prodotti che di mercati e di settori nei quali poter investire. Sul fronte dell'investimento diretto in Borsa, il processo di privatizzazione di importanti società pubbliche e lo sviluppo del mercato azionario italiano in termini dimensionali e di capitalizzazione hanno ampliato l'offerta di titoli da sottoscrivere. La progressione dei corsi azionari ha infine contribuito ad accelerare i tempi di tale trasformazione.

Quanto detto è puntualmente descritto dall'evoluzione nel tempo delle attività finanziarie delle famiglie italiane disaggregate per tipologia di strumento finanziario detenuto. Le statistiche di riferimento a tal fine sono i Conti finanziari, Banca d'Italia. Come detto in precedenza, questa fonte informativa non consente però di mettere in evidenza la quota di attività finanziarie detenuta sotto forma di azioni italiane quotate; l'aggregato relativo al possesso azionario comprende, infatti, anche le azioni di società non quotate e le partecipazioni in società diverse dalle Spa. E' a questo proposito che si inserisce il secondo aspetto di novità del presente lavoro. Nel paragrafo 2, attraverso la disaggregazione della capitalizzazione di Borsa, si è ottenuta una stima della valorizzazione del patrimonio di azioni italiane quotate detenuto dal settore delle famiglie. Tale dato, collocato tra le attività finanziarie, permette di isolare la quota di azioni italiane quotate all'interno del portafoglio finanziario delle famiglie italiane. Il quadro che ne risulta è presentato nella Tavola 3 e ribadito nella figura 4¹³, dove la rappresentazione grafica sottolinea l'ampiezza dei fenomeni.

Tavola 3 - Il portafoglio finanziario delle famiglie italiane (1)

quota % di fine periodo (2)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001-1
Biglietti e depositi	40.7%	39.0%	34.3%	29.8%	25.1%	24.7%	24.7%
Titoli di Stato	26.3%	23.5%	18.0%	11.1%	8.6%	9.0%	9.5%
Azioni e partecipazioni	14.5%	13.8%	17.0%	19.7%	25.6%	25.2%	23.3%
- azioni italiane non quotate	10.8%	10.2%	11.1%	11.8%	15.1%	13.4%	11.9%
- azioni italiane quotate	2.2%	2.1%	3.7%	5.1%	7.5%	8.2%	7.6%
- azioni estere	1.6%	1.5%	2.2%	2.7%	3.0%	3.6%	3.7%
Fondi comuni di investimento	4.0%	5.9%	9.9%	16.8%	19.0%	17.3%	16.5%
Riserve ramo vita e fondi pensione	8.6%	8.9%	9.4%	9.6%	10.7%	11.6%	12.3%
Obbligazioni	2.6%	5.4%	7.5%	9.1%	6.7%	8.0%	8.9%
Altre attività sull'estero	1.9%	2.2%	2.7%	2.7%	2.9%	2.9%	3.5%
Altro	1.4%	1.4%	1.2%	1.25	1.3%	1.4%	1.45
<i>Per memoria</i>							
Totale attività finanziarie (MD euro) ⁽³⁾	1 681	1 819	1 989	2 221	2 535	2 664	2 614
Tasso annuo di crescita	3.4%	8.2%	9.3%	11.7%	14.2%	5.1%	-1.9%

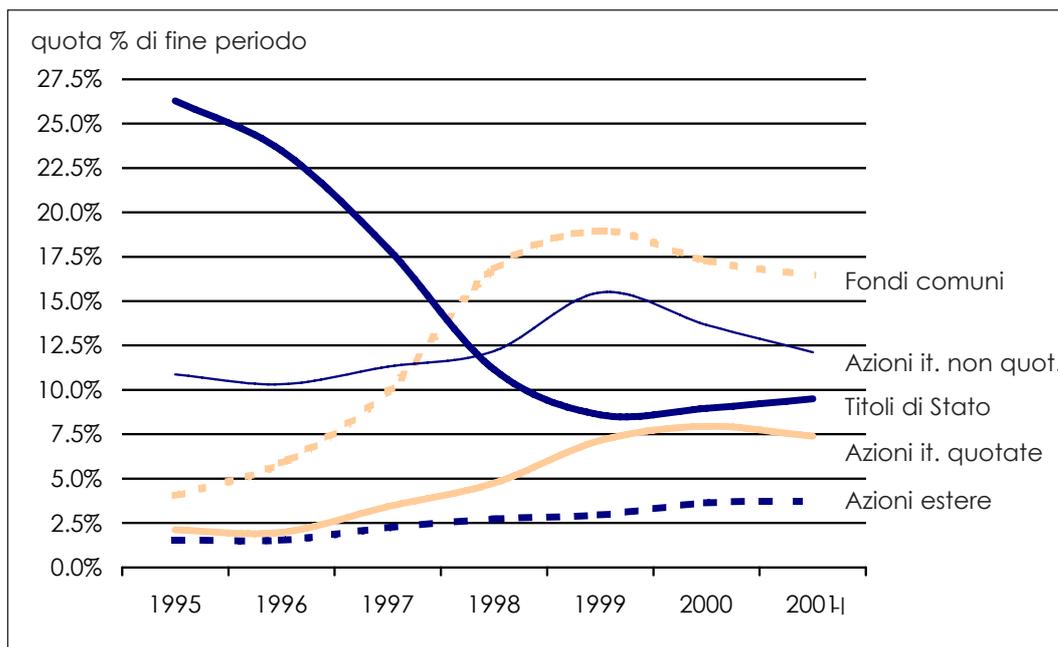
(1) Include famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e le imprese individuali fino a 5 addetti

(2) Per il 2001, dati provvisori relativi a fine giugno

(3) Al netto della sottovoce "altri" della voce "altri conti attivi e passivi"

Elaborazioni Borsa Italiana su dati Banca d'Italia, Conti finanziari

(13) La definizione Banca d'Italia comprende le famiglie consumatrici, le istituzioni senza scopo di lucro e le imprese individuali fino a 5 addetti.

Figura 4 – Azioni italiane quotate nel portafoglio delle famiglie


Elaborazioni Borsa Italiana su dati Banca d'Italia, Conti finanziari

Risulta immediatamente evidente come la novità di rilievo della seconda metà degli anni Novanta sia l'abbandono, da parte del risparmiatore italiano, degli investimenti in titoli di Stato, la cui importanza relativa in portafoglio si riduce in modo consistente. A seguito del calo dei tassi conseguente al miglioramento delle condizioni della finanza pubblica e al processo di convergenza verso l'adozione dell'euro, dal 26,3% del totale di fine 1995 essi scendono all'8,6% del 1999.

Due i macro fenomeni innestati dal contrarsi dei rendimenti sui titoli di Stato. Da un lato il passaggio dal risparmio semplicemente amministrato dagli intermediari al risparmio gestito e dall'altro la riallocazione del portafoglio verso forme di investimento a maggior contenuto azionario. Il primo aspetto è colto dalla dinamica dei fondi comuni di investimento. E' a partire dal 1997 che si assiste ad un vero e proprio *boom* del ruolo dei fondi comuni di investimento in Italia, a 10 anni dalla crisi del 1987. Le quote di fondi, che costituivano nel 1995 solo il 4,0% delle attività finanziarie delle famiglie, raggiungono il 9,9% nel 1997 e il 19,0% nel 1999 seguendo un trend in costante progressione. In aumento, anche se a ritmi più lenti, anche la quota di risparmio destinata a finalità previdenziali. La quota detenuta in fondi pensione e riserve assicurative del ramo vita raggiunge il 12,3% nel 2000 ed è in gran parte riconducibile ad assicurazioni vita, acquisite dalle famiglie più con finalità di diversificazione del portafoglio che di tipo previdenziale.

Il secondo aspetto riguarda il ruolo svolto dall'investimento azionario diretto nelle decisioni finanziarie delle famiglie italiane. La voce azioni e partecipazioni italiane è scorporata tra azioni non quotate e partecipazioni e azioni quotate. I termini del mutamento avvenuto sono eccezionali: le azioni italiane quotate erano il 2,2% del portafoglio *retail* nel 1996 e raggiungono l'8,2% a fine 2000. Aumenta anche la quota detenuta in azioni e



partecipazioni estere, che passano dall'1,6% al 3,6% del totale delle attività finanziarie. E' sostanzialmente stabile la voce residua di azioni e partecipazioni italiane non quotate.

A margine è possibile notare come siano a tuttora rilevanti gli investimenti *risk free* all'interno del portafoglio delle famiglie italiane. La quota di biglietti e depositi, benché in continua flessione, si attesta ancora intorno al 25%.

I due dati più recenti che fotografano la situazione a fine 2000 e a giugno 2001 vedono una parziale inversione di tendenza¹⁴. Nel corso dei primi sei mesi del 2001 lo stesso *stock* totale di attività finanziarie flette dell'1,3%. Il quadro macroeconomico di riferimento si è andato infatti modificando: il cedimento dei corsi azionari, generalizzato sulle maggiori piazze finanziarie mondiali, ha ridotto il valore dei portafogli investiti in azioni e ha reso meno appetibili tali tipologie di investimento. I fondi comuni di investimento perdono dal 1999 al giugno 2001 2,5 punti percentuali. L'investimento in azioni e partecipazioni scende dal 25,2% al 23,3%. La flessione riguarda la componente in azioni italiane, siano esse quotate che non quotate. Nel dettaglio delle azioni italiane di società quotate detenute dalle famiglie, il peso relativo - che pur resta elevato in quota alla capitalizzazione - flette se confrontato con la detenzione di altre attività finanziarie, posizionandosi al di sotto dell'8%.

Simmetricamente si assiste ad un recupero in termini relativi degli investimenti a carattere obbligazionario. E' il caso dei titoli di Stato che risalgono, a fine 2000, al 9,0% per poi raggiungere il 9,5% nel 2001 (giugno), soprattutto grazie ai comparti a medio e lungo termine. La medesima dinamica è fatta registrare anche dalle obbligazioni private (8,9% a giugno 2001).

Nonostante il recupero, il peso relativo dei titoli di Stato resta ben lontano dai livelli di fine 1995 e, specularmente, l'importanza dei fondi comuni di investimento e delle azioni quotate continua ad attestarsi su livelli storicamente elevati.

E' indubbia la battuta d'arresto conosciuta, a partire dalla seconda metà del 2000, dall'investimento azionario. Altrettanto naturale è osservare una contrazione della sua importanza relativa in portafoglio come risultato del sommarsi di due fattori. Da un lato il ridursi del valore delle azioni e delle quote di fondi comuni detenute, dall'altro effettivi comportamenti che hanno visto lo spostamento delle risorse da queste tipologie di attività a investimenti a contenuto di rischio più ridotto.

La vera questione che rimane aperta, a cui sono dedicati successivi approfondimenti, è la valutazione di quanto questo ridursi della propensione al rischio abbia il carattere congiunturale che gli è proprio oppure presenti connotati di persistenza nel tempo. Solo in questo secondo caso si dovrebbe concludere che la familiarità al mercato azionario, acquisita dalle famiglie italiane in tempi rapidi e grazie a condizioni macroeconomiche ed istituzionali favorevoli, abbia il carattere della temporaneità. Prime evidenze empiriche sembrerebbero però escludere tale ipotesi, a favore di una lettura della situazione attuale che vede il mantenimento dell'investimento diretto in azioni tra le principali opportunità di allocazione del risparmio delle famiglie.

(14) Il margine di provvisorietà dei dati 2001 consiglia in ogni caso una certa cautela nella valutazione dei dati più recenti.

5. Conclusioni

Il quadro sopra tracciato, sia in termini di distribuzione della capitalizzazione che di struttura del portafoglio di attività finanziarie delle famiglie italiane, testimonia il rapido cambiamento avvenuto nel corso degli ultimi anni nelle decisioni finanziarie del nostro Paese. L'investitore *retail* si è infatti avvicinato ai mercati borsistici alla ricerca di rendimenti più interessanti rispetto a quelli dei titoli di Stato e sospinto dal lungo trend positivo che ha caratterizzato i corsi azionari fino al marzo 2000. L'eccezionalità di tale mutamento è sottolineata dalla rilevanza quantitativa dello stesso e dalla rapidità con la quale si è prodotto.

I principali risultati di questo lavoro vanno nella direzione di colmare la carenza di statistiche che consentano di quantificare, in modo puntuale, l'accesso degli investitori *retail* alla detenzione diretta di azioni. Due gli indicatori sintetici sui quali si è puntata l'attenzione. Da un lato la stima della distribuzione della capitalizzazione di Borsa tra i settori istituzionali e quindi del peso relativo delle famiglie. Il quadro che se ne evince è quello di una netta flessione della partecipazione del settore pubblico alla proprietà delle società quotate (che passa dal 32,5% del 1996 a livelli inferiori al 10% nel 2000). Chi maggiormente beneficia di questo cambiamento sono le famiglie che, dal 1999, detengono in modo diretto più di un quarto dell'intera capitalizzazione di Borsa a cui è possibile aggiungere un ulteriore 13% che viene veicolato attraverso gli investitori istituzionali.

La situazione italiana risulta così assolutamente in linea con quella dei maggiori Paesi dell'Europa continentale. Continuano invece ad essere piuttosto distanti le esperienze anglosassoni, dove il peso del *retail* nel mercato borsistico è più elevato e ha una storia pregressa di più lunga portata.

Il secondo aspetto analizzato è il portafoglio *retail* e le decisioni di allocazione delle attività finanziarie tra i vari strumenti di investimento. A tal fine, la statistica principale è quella dei Conti finanziari di fonte Banca d'Italia. L'aggregato relativo al possesso azionario incorpora però tanto le azioni italiane quotate che quelle non quotate e le partecipazioni in società diverse dalle Spa. Dato il tessuto produttivo italiano, caratterizzato da un elevato numero di imprese familiari, la capacità descrittiva di questo dato complessivo rispetto alla sola componente di azioni italiane quotate (che è quella di interesse) è piuttosto povera. Mutuare la stima della quota delle famiglie sul totale della capitalizzazione consente di valutare anche il peso dell'investimento in azioni italiane quotate sul totale del portafoglio finanziario delle famiglie. Anche in tal caso i risultati sono di rilievo. Le azioni italiane quotate superano, nel 2000, l'8% del totale delle attività finanziarie raggiungendo livelli prossimi a quelli dei titoli di Stato (che hanno però un trend di segno opposto di discesa dal livello superiore al 25% del 1995) e si dimostrano - insieme ai fondi comuni di investimento - lo strumento verso cui le famiglie italiane hanno progressivamente orientato una parte crescente dei propri flussi di risparmio.

E' facile intuire come la definizione della ripartizione della capitalizzazione tra i settori istituzionali e la quantificazione del portafoglio di azioni quotate delle famiglie sia essenzialmente da ritenersi come un punto di partenza. Alla luce della sua importanza, si



pone un problema di migliore conoscenza delle caratteristiche di questa parte rilevante della domanda di azioni quotate. L'approccio aggregato finora seguito non consente infatti di mettere in luce se l'aumento osservato sia riconducibile a una crescita effettiva nel numero di detentori di azioni oppure a un aumento dei volumi detenuti, né di tracciare le caratteristiche socio-demografiche del detentore di azioni o di valutare la persistenza dei suoi comportamenti soprattutto in fasi di riduzione dei corsi azionari. Strumenti più efficaci a tal proposito sono le *survey* condotte presso i risparmiatori, direzione nella quale ci si sta muovendo.

E' infine d'obbligo una considerazione di carattere generale sul tema della quantificazione dei dati aggregati. Le ipotesi effettuate, come è stato precisato più volte, sono apparse piuttosto stringenti ma hanno saputo evidenziare un apprezzabile livello di robustezza, quanto meno dal punto di vista degli ordini di grandezza e dei trend di medio periodo. Per il futuro, il già arduo compito svolto in questo lavoro si preannuncia ancora più complesso. Si porranno infatti in modo sempre più accentuato i problemi definitivi di appartenenza a un settore istituzionale piuttosto che a un altro e di delimitazione dell'area di osservazione. Valga per tutti il concetto di "domestico", che già oggi tende a evaporare sia con riferimento alle società quotate e ai soggetti controllanti (si pensi alla pluralità di possibili configurazioni giuridiche, societarie e geografiche che caratterizzano le società e la residenza degli azionisti), che con riferimento agli strumenti finanziari in cui investire (quanto sono da considerarsi ugualmente "esteri" l'investimento in una società di un Paese dell'area euro e quello in una società statunitense?). In questo senso una possibile soluzione è individuabile solamente con la decisione di allargare il *focus* dai confini nazionali a quelli dell'Unione Europea.

Nota metodologica

Le elaborazioni che hanno condotto ai risultati della tavola 1 (e delle figure 1 e 2) sono state effettuate per passi progressivi. Si è partiti dai dati certi, di fonte Banca d'Italia, sui possessori azionari degli investitori istituzionali, cui sono stati aggiunti i risultati della ripartizione dei possessori degli azionisti con partecipazioni rilevanti (>2%) desunte dall'Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria, la valorizzazione della quota detenuta dagli investitori esteri realizzata sulla base dei flussi registrati dall'UIC e la valorizzazione del portafoglio del settore pubblico. La quota di capitalizzazione residua è stata ripartita con riferimento al peso relativo dei diversi settori all'interno della voce "azioni e partecipazioni emesse dai residenti" della matrice dei Conti finanziari di fonte Banca d'Italia.

Le modalità impiegate per le specifiche voci sono così sintetizzabili.

La voce relativa agli **investitori esteri** è stata costruita a partire da uno *stock* di fonte Banca d'Italia per gli anni 1995 e 1996, il cui dato è risultato coerente con quello costruito a partire dai livelli individuati nel corso delle analisi pubblicate in Barca et al. (1994). Per il periodo successivo lo *stock* è stato movimentato utilizzando i flussi di acquisto e di vendita di azioni italiane quotate registrati dall'UIC ai fini della normativa anticiclaggio e rielaborati da Borsa Italiana. Tale fonte ha il pregio della completezza, essendo relativa tanto alle operazioni di portafoglio che a quelle di investimento diretto poste in essere da non residenti. La rielaborazione a opera di Borsa Italiana avviene a livello delle singole azioni, consentendo di eliminare le operazioni su società non quotate o quotate su mercati diversi da quelli di Borsa Italiana. I dati sono integrati dalla partecipazione di soggetti non residenti alle operazioni di offerta pubblica finalizzate all'ammissione a quotazione. Gli *stocks* sono in oltre aggiornati al fine di tener conto delle dinamiche dell'indice di mercato (Mib).

Le consistenze detenute dalle **assicurazioni** sono di fonte Banca d'Italia; per l'aggiornamento più recente, si è fatto riferimento alla dinamica dell'aggregato delle azioni e partecipazioni detenute da assicurazioni e fondi pensione per come è presentato nei Conti finanziari Banca d'Italia.

Per i **fondi pensione** si è partiti dallo *stock* di azioni detenute da enti di previdenza e fondi pensione di matrice bancaria rilevato per il 1995 da Banca d'Italia, movimentandolo annualmente in base alla dinamica delle azioni e partecipazioni dei fondi pensione nel complesso. Quest'ultima voce è data dalla differenza tra azioni e partecipazioni emesse dai residenti e detenute da assicurazioni e fondi pensione e le azioni e partecipazioni dichiarate in portafoglio dalle assicurazioni.

Le voci relative a **fondi comuni di investimento** e **gestioni patrimoniali** sono state valorizzate in base ai dati di fonte Banca d'Italia. Per il periodo più recente, il dato dei fondi è stato integrato da quello - di fonte Assogestioni - dei possessori di azioni italiane da parte di fondi di diritto estero controllati da gruppi bancari e finanziari italiani.

Per **banche** e **fondazioni bancarie** si è fatto riferimento ai risultati delle elaborazioni sull'Archivio Consob.

Per le **holdings** si è fatto riferimento ai risultati delle elaborazioni sull'Archivio



Consob; il dato comprende anche l'insieme delle partecipazioni rilevanti dichiarate da persone fisiche residenti. Alla base di questa scelta c'è l'espressa intenzione di limitare agli effettivi investitori *retail* la caratterizzazione del dato riferito alle famiglie.

La voce delle **famiglie** è quindi ottenuta in maniera residuale. E' comunque calibrata facendo uso della voce "azioni e partecipazioni" dei Conti finanziari Banca d'Italia per la dinamica sottostante e per il peso relativo nella distribuzione della capitalizzazione.

Il portafoglio del **settore pubblico** è costruito e movimentato a partire da dati di fonte Borsa Italiana, Consob, R&S (2000) e Ministero del tesoro relativi alle aziende possedute da parte dello Stato e alle operazioni di privatizzazione poste in essere nel corso del periodo 1995-2001.

Le statistiche descritte nel paragrafo 4 sono ottenute a partire dai Conti finanziari di fonte Banca d'Italia, che forniscono la disaggregazione degli strumenti finanziari in cui sono investite le attività finanziarie delle famiglie italiane. Sulla base del portafoglio azionario che risulta dal paragrafo 2 (tavola 1) è stato possibile scorporare dalla voce "azioni e partecipazioni emesse da residenti" il peso delle sole azioni italiane quotate. Dal momento che nei Conti finanziari Banca d'Italia la voce "azioni e partecipazioni" è valutata ai prezzi di mercato, a tal fine è parso corretto operare attraverso una semplice sottrazione.

Il periodo di analisi inizia dal 1995, anno a partire dal quale si dispone delle serie storiche di Conti finanziari redatti secondo la metodologia SEC95 nonché della serie storica delle elaborazioni sull'Archivio Consob.

Bibliografia

Banca d'Italia, *Relazione Annuale*, vari anni

Banca d'Italia (2001), *Conti finanziari*, Supplementi al Bollettino Statistico - Indicatori monetari e finanziari, vari numeri

Barca F., Bianchi M., Brioschi F., Buzzacchi L., Casavola P., Filippa L., Pagnini M. (1994), *Assetti proprietari e mercato delle imprese, Volume II. Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi*, Il Mulino

BNL-Centro Einaudi, (2000), *Un risparmiatore fai da te*, XXVIII Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, Guerini e Associati, Dicembre

Consob, *Relazione Annuale*, vari anni

FIBV (2000), *1999 Shareownership survey*, mimeo, Novembre

Garcia Coto D. (2001), *Share ownership structure in Europe*, mimeo, Settembre

Istat, *Conti economici nazionali dei settori istituzionali secondo il Sec95*, Anni 1990-1999

Ministero del tesoro, *Libro bianco sulle privatizzazioni*, vari anni

R&S (2000), *Le privatizzazioni In Italia dal 1992*, mimeo, www.mbres.it, ottobre

Numeri precedentemente pubblicati:

N. 1 Il settore alimentare e la Borsa: opportunità e prospettive
Alessandra Franzosi - Enrico Pellizzoni (ottobre 2001)



BORSA ITALIANA
ITALIAN EXCHANGE

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

www.borsaitalia.it