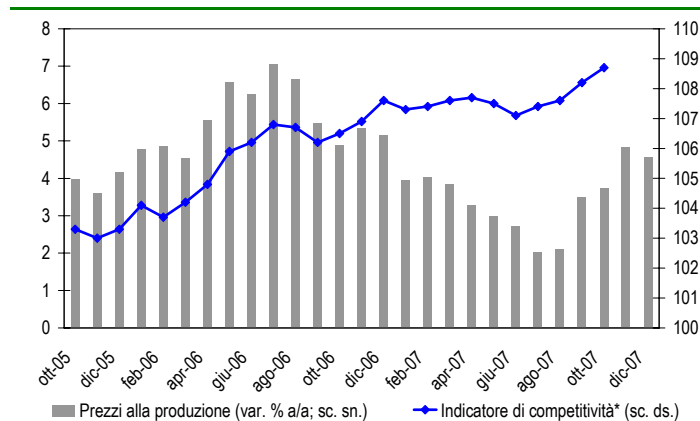


## Italia, i prezzi alla produzione e la competitività delle imprese



\*: un aumento dell'indicatore segnala una perdita di competitività

Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat e Banca d'Italia

**Pag. 2 - Le tensioni inflazionistiche** con cui si è aperto il 2008 dell'economia italiana penalizzano sia le famiglie sia le imprese. Sui bilanci familiari pesa l'accelerazione dei prezzi al consumo che nel mese di gennaio 2008 sono aumentati tre volte di più di quanto accaduto nello stesso periodo del 2007. Gli incrementi delle tariffe energetiche e la revisione al rialzo di alcuni prezzi "controllati" si sono uniti ai rincari dei prodotti alimentari nello spingere in alto l'inflazione al consumo. Per quanto concerne le imprese, l'indice dei prezzi alla produzione è cresciuto a dicembre 2007 del 4,6% rispetto al dato di dicembre 2006. Nella media dell'area euro l'aumento annuo dei prezzi alla produzione si è fermato al +4,3%. La forbice a svantaggio dell'Italia rischia di tradursi in un nuovo deterioramento della competitività di prezzo per le imprese esportatrici del nostro paese. Rispetto ad una base pari a 100 nel 1999, a ottobre 2007 il peggioramento registrato da una misura della competitività basata sull'andamento comparato dei prezzi alla produzione si avvicina a 9 punti percentuali in Italia, mentre si attesta a solo 4,5 punti in Germania.

**Pag. 11 - L'inizio del 2008 conferma l'impegnativa congiuntura dei fondi comuni** in Italia. A gennaio 2008 la raccolta netta mensile è risultata negativa per 19,1 miliardi di euro. Lo scorso anno, il risultato complessivo del 2007 ha visto i disinvestimenti netti attestarsi intorno ai 53 miliardi di euro con una discesa del patrimonio gestito in fondi a 570 miliardi rispetto ai 609 miliardi del 2006. Lo svantaggio fiscale - i fondi esteri sono tassati sul risultato effettivo e non sul rendimento solo maturato - di cui soffrono i fondi di diritto italiano appare tra le cause principali della difficile situazione del settore. Oltre al trattamento d'imposta, l'andamento del mercato dei fondi risente di nodi strutturali su cui si appunta l'attenzione dei "regulators".

05

2008

8 febbraio 2008

## Economia italiana: la crescita dei prezzi penalizza sia le imprese che le famiglie

**P. Ciocca** ☎ 06-47028431 – [paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

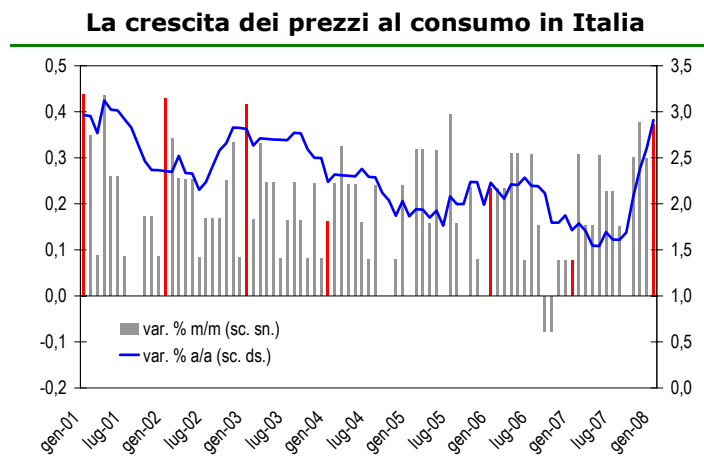
L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività è aumentato a gennaio dello 0,4% m/m con la crescita annuale balzata dal 2,6% di dicembre al 2,9%, il valore più alto dalla metà del 2001. Le inchieste dell'ISAE segnalano come il dato di gennaio potrebbe rappresentare un massimo.

I prezzi alla produzione hanno leggermente rallentato. Su base annuale l'incremento è passato dal 4,8% di novembre al 4,6% di dicembre. Nella media del 2007 i prezzi alla produzione sono risultati in aumento del 3,4%, dal +5,6% del 2006. Nonostante il miglioramento di dicembre, i prezzi alla produzione italiani si mantengono al di sopra di quelli dell'area dell'euro (+4,3%) andando ad erodere ulteriormente la competitività delle imprese italiane.

Nel corso del 2007 i salari hanno sperimentato un andamento inverso a quello dei prezzi. Da gennaio a dicembre il tasso di crescita annuale delle retribuzioni per dipendente si è ridotto dal 3,2% al 2%. Nello stesso periodo l'inflazione è passata dall'1,7% al 2,6%. Sebbene la variazione media annua dei salari nel 2007 (+2,2%) risulti superiore a quella dei prezzi (+1,8%), da gennaio a dicembre l'indice delle retribuzioni ha perso quasi l'1% in termini reali.

### Volano i prezzi al consumo sui massimi degli ultimi sette anni

L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è cresciuto a gennaio dello 0,4%, ben al di sopra del profilo stagionale registrato negli ultimi quattro anni. Il 2007 era iniziato con un aumento dello 0,1%. Per trovare nel primo mese dell'anno un incremento su base mensile pari allo 0,4% bisogna tornare indietro al 2003.



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Circa un quarto dell'aumento dei prezzi rilevato a gennaio è attribuibile alla revisione delle tariffe energetiche. L'Autorità di settore ha aumentato del 3,8% i prezzi dell'energia elettrica e del 3,4% quelli del gas. L'indice relativo al capitolo abitazione, acqua, elettricità e combustibili è aumentato a gennaio dell'1,5% m/m. Pressioni sono giunte, inoltre, dalla revisione di alcuni prezzi controllati, come i pedaggi autostradali e il canone RAI, e dagli aumenti delle sigarette. L'indice relativo alle bevande alcoliche e tabacchi è aumentato dell'1,1% m/m. I prodotti alimentari e le bevande analcoliche hanno sperimentato rincari dello 0,6% m/m. L'aumento dell'inflazione è stato contenuto dal calo dell'indice sia del capitolo comunicazioni (-0,7% m/m) che di quello ricreazioni, spettacoli e cultura (-0,6%)

favoriti dalle riduzioni dei prezzi nella telefonia, nell'elettronica di consumo e nei pacchetti vacanze.

Su base annuale la crescita dei prezzi è passata dal 2,6% di dicembre al 2,9%, il valore più alto dalla metà del 2001. Nel confronto con gennaio dello scorso anno gli incrementi più significativi sono stati rilevati nel capitolo dei trasporti (+5,4%) e in quello dei prodotti alimentari e bevande analcoliche (+4,5%). Il comparto delle comunicazioni continua a registrare riduzioni di prezzo significative rispetto all'anno precedente (-8,5%).

L'indice armonizzato, che considera anche le riduzioni temporanee dei prezzi (sconti, saldi e vendite promozionali), è sceso a gennaio dello 0,8% m/m. Su base annuale la crescita ha accelerato dal 2,8% di dicembre al 3,1%, il valore più alto dal 1997. Il differenziale tra l'inflazione nell'area dell'euro (+3,2% a gennaio) e quella italiana si è ridotto rimanendo, comunque, positivo.

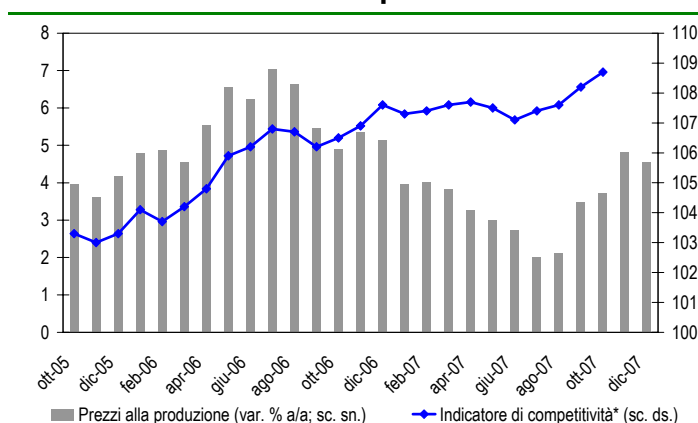
Le indagini qualitative segnalano come il valore di gennaio, a meno di nuove pressioni sui prezzi delle materie prime, potrebbe rappresentare un massimo. Le inchieste condotte presso le imprese manifatturiere che operano nel comparto produttivo dei beni destinati al consumo finale hanno segnalato un rallentamento della diffusione delle intenzioni di rialzo dei listini di vendita. Nell'indagine sulla fiducia dei consumatori è emerso un ridimensionamento delle preoccupazioni sull'inflazione futura.

### Rimane un gap a sfavore dell'Italia sui prezzi alla produzione

A dicembre l'indice dei prezzi alla produzione è sceso dello 0,1% m/m, compensando solo in piccola parte il forte aumento di novembre (+1,1%). Su base annuale la crescita dei prezzi alla produzione si è ridotta dal 4,8% del mese precedente al 4,6%.

I beni di consumo sono l'unico comparto nel quale è stato rilevato un aumento a dicembre (+0,3% m/m). Nel capitolo dei beni strumentali l'indice è, invece, rimasto invariato rispetto a novembre, mentre in quello dei beni intermedi è stata rilevata una riduzione dello 0,4%. Nel comparto energia i prezzi alla produzione sono scesi dello 0,1% grazie al calo dei corsi petroliferi che sono passati da 92,7 dollari al barile nella media di novembre a 91,5 a dicembre (-1,3%).

#### Italia, i prezzi alla produzione e la competitività delle imprese



\*: un aumento dell'indicatore segnala una perdita di competitività

Fonte: elaborazioni BNL su dati Istat e Banca d'Italia

Nella media del 2007 i prezzi alla produzione sono risultati in aumento del 3,4%, dal +5,6% del 2006. A livello settoriale la crescita è stata trainata in particolare dai prezzi nei comparti dei metalli e prodotti in metallo (+6,9%), dei prodotti alimentari, bevande e tabacco (+4,9%) e del legno e prodotti in legno esclusi i mobili (+4,8%). Gli andamenti più contenuti

sono, invece, stati rilevati nel settore del tessile e abbigliamento (+1,2%) e in quello dei mezzi di trasporto (+1,1%).

Nonostante il leggero calo di dicembre, la crescita dei prezzi alla produzione italiani si mantiene al di sopra di quella relativa all'area dell'euro (+4,3% a dicembre da +4,2% del mese precedente) andando ad erodere ulteriormente la competitività delle imprese italiane. Secondo i dati contenuti nel Bollettino economico della Banca d'Italia di gennaio l'indicatore calcolato sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti, dopo essere rimasto stabile nella prima metà dell'anno, è cresciuto a partire dai mesi estivi segnalando un peggioramento della competitività internazionale delle imprese italiane. Tale deterioramento dovrebbe essere proseguito anche negli ultimi due mesi del 2007.

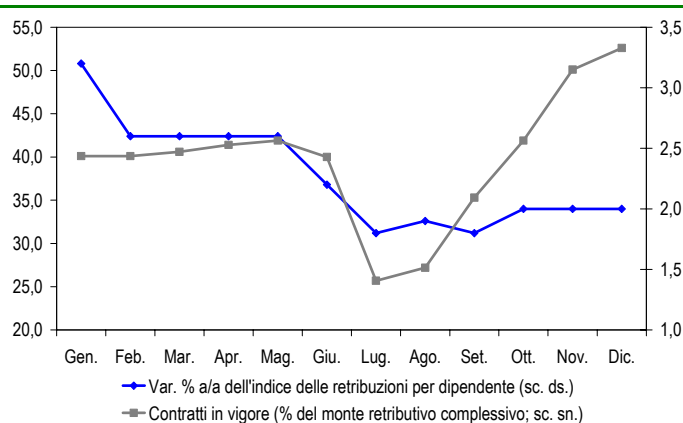
### Salari reali sempre più bassi

A dicembre l'indice delle retribuzioni contrattuali per dipendente è cresciuto solo dello 0,1% m/m. Gli unici settori ad aver registrato un incremento seppur moderato rispetto al mese precedente sono stati quello dei trasporti (+0,3%), quello dei servizi destinabili alla vendita e quello dell'edilizia (entrambi +0,1%). In tutti gli altri comparti le retribuzioni sono rimaste invariate nel confronto con novembre. La crescita annuale dei salari per dipendente si è mantenuta stabile per il terzo mese consecutivo al 2%, ben al di sotto dei valori superiori al 3% dell'inizio dello scorso anno.

Nell'intero 2007, le retribuzioni per dipendente sono aumentate del 2,2% nel confronto con l'anno precedente, in costante rallentamento dal +2,8% del 2006 e dal +3,1% del 2005. La crescita dell'indice generale è stata trainata in particolare dal settore dell'edilizia (+4,4%), da quello dell'energia elettrica, gas e acqua (+4%) e da quello della produzione di gomma e plastica (+3,9%). Nei pubblici esercizi e alberghi e nel settore del credito la crescita annuale si è fermata rispettivamente al +1% e al +0,4%. Nel comparto della scuola i salari sono rimasti invariati nel confronto con l'anno precedente.

Nel corso del 2007 l'indice delle retribuzioni contrattuali ha sperimentato un andamento inverso a quello dell'inflazione. Mentre il tasso di crescita annuale dei salari per dipendente si è ridotto dal 3,2% di gennaio al 2% di dicembre, quello dei prezzi al consumo nello stesso periodo è aumentato dall'1,7% al 2,6%. Sebbene la variazione media annua dei salari nel 2007 (+2,2%) risulti superiore a quella dei prezzi (+1,8%), da gennaio a dicembre l'indice delle retribuzioni ha perso in termini reali quasi l'1%.

**La dinamica dei salari in Italia nel 2007**



Fonte: elaborazioni BNL su da dati Istat

Il rallentamento della dinamica salariale durante lo scorso anno può essere attribuito sia alla lentezza del processo di rinnovo dei contratti collettivi che ad una moderazione degli accordi conclusi. Nel 2007 è stato rinnovato quasi il 35% del totale dei contratti a fronte del 48,1% del 2006. La quota di contratti in vigore è, però, gradualmente cresciuta nel corso dell'anno (dal 25,7% del monte retributivo complessivo di luglio 2007 al 52,6% di dicembre) senza

che si manifestassero effetti rilevanti sui salari che nel secondo semestre sono aumentati in media dell'1,9%.

La debolezza dei salari sta continuando a penalizzare la crescita del reddito disponibile delle famiglie. Secondo stime della Banca d'Italia nei primi tre trimestri dello scorso anno il reddito disponibile reale è aumentato a livello aggregato dell'1,5% nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente. Tale incremento è derivato per circa la metà dall'aumento dei redditi da lavoro dipendente generato essenzialmente dal maggior numero di persone occupate. Il contributo fornito dalle retribuzioni alla crescita del reddito disponibile è atteso rimanere debole anche nei prossimi mesi. Il 2007 lascia, infatti, al 2008 un'eredità peggiore di quella ricevuta dal 2006. Secondo le elaborazioni dell'Istat, l'indice delle retribuzioni orarie, cresciuto nel 2007 del 2,3%, in base alle sole applicazioni previste dai contratti in vigore alla fine di dicembre crescerebbe nell'anno in corso dell'1,3% a fronte dell'1,6% che il 2006 aveva proiettato sul 2007.

## L'industria italiana che tiene: meccanica, mezzi di trasporto e gomma

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

Nel 2007, a fronte di una sostanziale invarianza della produzione industriale complessiva, si è registrata una crescita discreta in alcuni settori del manifatturiero. Tra questi, la meccanica, i mezzi di trasporto e la produzione di plastica e gomma si sono distinti anche per la crescita delle vendite all'estero, rispettivamente pari al +15%, +12,5% e +9,4% nei primi undici mesi del 2007 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

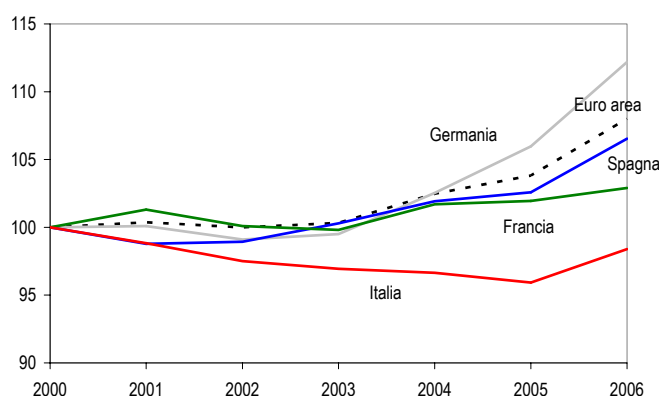
I tre settori nel complesso rappresentano il 40% del valore aggiunto e occupano il 21% degli addetti dell'industria italiana. La loro forte vocazione all'export è testimoniata da quote di mercato sulle esportazioni mondiali superiori alla media del manifatturiero (9,8% nel caso delle macchine e apparecchi meccanici, con punte del 23% in alcune nicchie di eccellenza come le macchine per la metallurgia).

Alla buona performance sui mercati esteri sembra aver contribuito una serie di fattori, tra cui una maggiore capacità di innovazione e di utilizzo delle tecniche dell'ICT. La spesa in R&S dei tre settori rappresenta oltre il 37% di quella totale delle imprese italiane, superiore alla media è anche il numero delle innovazioni coperte da brevetto.

La produzione industriale italiana negli ultimi anni ha registrato livelli di crescita inferiori a quelli dei principali partner europei. Posto pari a 100 il valore dell'indice della produzione corretto per i giorni lavorativi nel 2000, nel 2006 il dato italiano risultava pari a 98,4, mentre valori ampiamente superiori si registravano negli altri paesi (108 nel complesso dell'area euro, 112,2 in Germania, 102,9 in Francia). La performance dell'industria italiana nel 2007 non ha permesso di colmare tale divario, con un incremento (calcolato sugli undici mesi da gennaio a novembre rispetto allo stesso periodo del 2006) pari allo 0,3%, che ha in parte disatteso il buon andamento previsto a inizio anno.

### La produzione industriale in Italia e in alcuni paesi dell'area euro

(Indice corretto per i giorni lavorativi, 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

Nel manifatturiero italiano, tuttavia, alcuni settori sono riusciti a registrare discreti livelli di crescita della produzione e una buona performance sui mercati esteri. A parte il settore dei prodotti petroliferi raffinati (per il quale si registra una crescita sostenuta sia della produzione sia delle esportazioni a causa anche delle elevate quotazioni dei corsi petroliferi),

nel 2007 è da sottolineare il ruolo positivo giocato dal settore delle macchine e apparecchi meccanici, da quello dei mezzi di trasporto e della produzione di gomma e materie plastiche, sia in termini di produzione sia soprattutto di vendite sui mercati esteri.

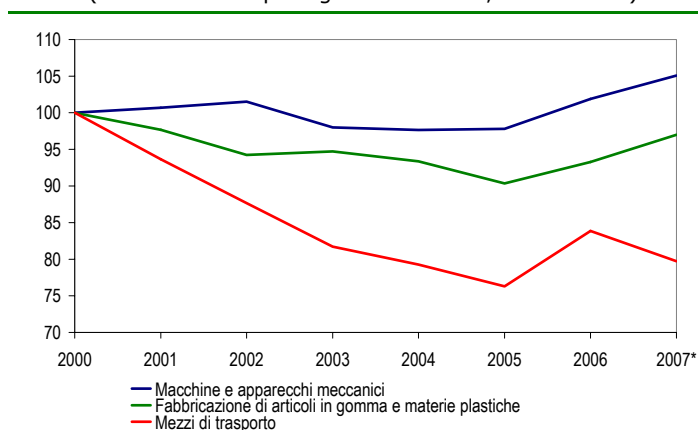
I tre settori realizzano circa il 40% del valore aggiunto dell'industria in senso stretto (12,5% il solo settore delle macchine e apparecchi meccanici) e impiegano il 21% circa degli addetti dell'industria (12% il solo settore delle macchine). Complessivamente, essi realizzano circa 200 milioni di euro di fatturato l'anno (dati al 2005, ultimi disponibili di fonte Istat).

### Macchine, mezzi di trasporto e gomma: un anno di crescita "estero-diretta"

Nei primi undici mesi del 2007 la crescita della produzione registrata da questi tre settori (rispettivamente pari a +4,2% per la gomma e le materie plastiche, +3,5% per le macchine e apparecchi meccanici e +2,9% per i mezzi di trasporto) risulta superiore al dato complessivo dell'industria italiana, con la quale peraltro presentano tutti una correlazione positiva molto alta. Tuttavia, fatto pari a 100 l'indice della produzione corretta per i giorni lavorativi nel 2000, a novembre 2007 solo il settore della meccanica presentava un valore superiore, la fabbricazione di gomma e plastica risultava leggermente in flessione, mentre per i mezzi di trasporto la ripresa successiva alla lunga fase di flessione culminata nel minimo del 2005 si è nuovamente invertita nel 2006, impedendo quindi ai livelli di produzione di recuperare le precedenti perdite, cosicché oggi la produzione è pari a poco più dell'80% di quella di inizio millennio.

#### La produzione industriale in Italia dal 2000 in alcuni settori

(Indice corretto per i giorni lavorativi, 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Dove i tre settori hanno registrato una performance decisamente brillante è invece sui mercati esteri: nei primi undici mesi del 2007 il dato riferito alle esportazioni complessive (intra ed extra Ue) ha evidenziato una crescita del 15% nel caso dei mezzi di trasporto, del 12,5% per le macchine e apparecchi meccanici e del 9,4% per gli articoli in gomma e materie plastiche. I mezzi di trasporto, in particolare, hanno chiuso l'anno con una crescita del 23,2% sui mercati extra Ue, registrando a dicembre (unico settore insieme ai prodotti in legno e ai prodotti petroliferi raffinati) una crescita congiunturale prossima al 6%.

Il buon andamento delle vendite all'estero per questi tre settori non è una sorpresa: si tratta infatti dei comparti con la propensione all'export più alta<sup>1</sup> (per la meccanica e i mezzi di trasporto ampiamente superiore al 50%), e che nel corso degli ultimi anni, pur in leggera flessione, grazie a un processo di ristrutturazione aziendale e in molti casi di internazionalizzazione attiva, hanno mantenuto quote di mercato sul commercio mondiale

<sup>1</sup> La propensione all'export è data dal rapporto tra valore dell'export e valore della produzione.

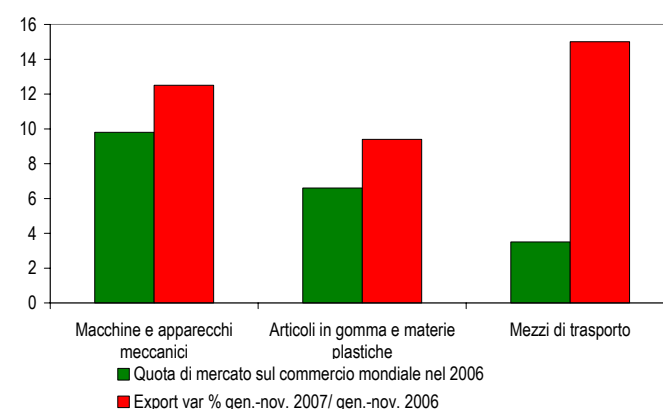
superiori alla media del manifatturiero. Secondo gli ultimi dati disponibili,<sup>2</sup> nel 2006 la quota di mercato delle macchine e apparecchi meccanici era del 9,8% – in flessione dal 10,6% del 1997 –, ma con punte del 18% nei paesi dell'Europa orientale e del 22% in Africa settentrionale. In alcune nicchie produttive la quota risulta ben più alta del valore medio: è il caso delle macchine per la metallurgia, comparto nel quale l'Italia detiene il primato mondiale dell'export con una quota del 23,1% (in crescita dal 17,1% del 1997) e delle macchine per la lavorazione del cuoio, settore che si è segnalato per un intenso processo di delocalizzazione soprattutto nelle fasi più a valle della produzione. Negli ultimi anni l'industria meccanica (che rappresenta uno dei settori a maggiore vantaggio comparato per l'Italia) ha gradualmente ridimensionato le produzioni ad elevato contenuto di lavoro, dando vita a un processo di internazionalizzazione della produzione tra i più dinamici nel paese. Nel 2005 (ultimo dato disponibile) il numero delle imprese estere partecipate da italiane era il più alto del manifatturiero, con un fatturato complessivo pari a circa un terzo delle esportazioni italiane del settore.

In tal modo, l'Italia è riuscita a mantenere la quarta posizione come esportatore mondiale, dietro Germania e Stati Uniti e a un passo dal Giappone. Il ritardo delle imprese italiane appare tuttavia ancora consistente sui mercati cinesi e in alcune economie emergenti.

Sebbene più contenuta, anche la quota di mercato dei prodotti in gomma e materie plastiche è superiore a quella media del manifatturiero: 6,6% nel 2006 a livello mondiale, con punte dell'11,1% nei paesi dell'Europa Orientale e del 15,8% in Africa settentrionale. La porzione italiana sulle vendite mondiali appare in flessione dal 7,3% del 1997, tuttavia nello stesso tempo anche gli altri paesi della Ue, ad eccezione della Germania, hanno registrato flessioni analoghe. Il settore, che negli ultimi anni ha ampliato le quote di export destinate ad alcuni mercati emergenti (in particolare Polonia, Russia e Turchia), ha attuato un intenso processo di internazionalizzazione produttiva, e il numero delle filiali estere di imprese italiane risulta in crescita costante.

Tra i tre settori analizzati, quello dei mezzi di trasporto presenta una quota di mercato in linea con la media, rimasta pressoché stabile dal 1997. Valori superiori alla media si osservano nell'export diretto verso i paesi dell'Unione europea, dove i produttori italiani detengono una quota del 5,7% grazie soprattutto alle vendite verso Germania e Francia e, anche in questo caso, in Africa settentrionale (5,3%). Il settore presenta un elevato grado di internazionalizzazione passiva: è infatti il terzo per numero di addetti delle imprese partecipate estere sul totale.

### Meccanica, plastica e articoli in gomma e mezzi di trasporto: export e quote di mercato



Fonte: elaborazioni su dati Istat, ICE

<sup>2</sup> Si veda Rapporto ICE-Istat, *L'Italia nell'economia internazionale*, luglio 2007.



## I fattori chiave: dimensione, ricerca e sviluppo, ICT

La buona performance sui mercati esteri dei tre settori analizzati induce a ricercare se alla sua base vi siano elementi di struttura. Più in particolare, è interessante verificare se tali settori abbiano almeno in parte superato quelli che sono ritenuti i freni principali dell'industria italiana e causa della bassa produttività: la piccola dimensione d'impresa, le scarse risorse dedicate alla ricerca e sviluppo e un utilizzo ancora limitato delle nuove tecnologie dell'ICT.

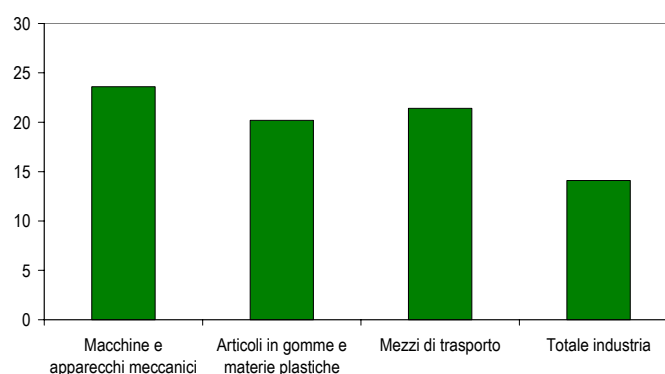
In effetti la distribuzione per dimensione delle imprese dei tre settori appare un po' meno sbilanciata verso la piccolissima dimensione rispetto alla media italiana: a fronte di una quota nazionale di imprese industriali con meno di 20 addetti pari al 93%, la meccanica, i mezzi di trasporto e la gomma e plastica presentano quote rispettivamente dell'88%, 84% e 83%. In tutti e tre i settori la produttività nelle imprese piccole (misurata in termini di valore aggiunto per addetto) è superiore al dato medio delle imprese della stessa dimensione dell'industria in senso stretto.

I settori delle macchine e quello dei mezzi di trasporto sono inoltre gli unici due del manifatturiero in cui la dimensione media delle imprese è simile al dato medio della Ue 15, anche se inferiore sia al dato francese sia a quello tedesco.

La spesa in ricerca e sviluppo (R&S) ha mostrato un andamento crescente negli ultimi tre anni per tutti e tre i settori. Tuttavia, ad eccezione del dato relativo alla fabbricazione di autoveicoli (che nel 2007 ha registrato un aumento pari al 19% a/a), per gli altri la crescita risulta in linea con la media italiana. Nel complesso, la spesa in R&S dei tre settori rappresenta quasi il 37% di quella complessiva *intra-muros* delle imprese italiane; a pesare è soprattutto la quota coperta dai mezzi di trasporto (24% del manifatturiero) e della meccanica (10,8%). Questi due settori presentano anche un'elevata percentuale di tecnici e ricercatori fra i dipendenti.

Dove i tre settori sembrano presentare i maggiori tratti distintivi rispetto al resto dell'industria è nell'utilizzo delle tecnologie dell'ICT. Secondo gli ultimi dati Istat (riferiti al 2007), le imprese con oltre 10 addetti della meccanica, delle produzioni in gomma e plastica e di mezzi di trasporto che utilizzano un sito web per pubblicizzare i propri prodotti rappresentano una quota tra il 68 e l'80% del totale, un dato superiore alla media (58% circa). Analogamente superiore alla media è il numero di imprese che utilizza un collegamento a banda larga. La maggiore diffusione dell'ICT non si limita alla disponibilità di strumenti, ma sembra rappresentare un elemento importante anche nella gestione delle attività commerciali: una percentuale compresa tra il 65 e l'80% delle imprese dei tre settori utilizza applicazioni software per la gestione degli ordini di acquisto e vendita, contro il 60% della media generale. Molto diffuso è anche l'utilizzo di procedure elettroniche per la gestione dei rapporti con i clienti e l'emissione di fatture elettroniche (in particolare nella fabbricazione dei mezzi di trasporto). Una percentuale di imprese superiore alla media utilizza l'ICT per accedere ai canali bancari, per la formazione del personale e per acquisire informazioni sui mercati. È superiore alla media, infine, anche il numero di imprese dei tre settori che utilizza sistemi ERP.

### Percentuale di imprese che utilizza sistemi ERP



Fonte: elaborazioni su dati Istat

In generale, valutare il livello di innovazione raggiunto dalle imprese dei tre settori esaminati solo guardando alla spesa in ricerca e sviluppo e all'utilizzo dell'ICT (e giustificare per questa via la buona performance sui mercati esteri) rischia di essere un'operazione fuorviante. La spesa in R&S è infatti una misura del solo input del processo innovativo, che può risultare disallineata, anche di molto, dai risultati effettivi. Una migliore approssimazione dell'output potrebbe essere data dal numero di brevetti. Tuttavia, anche questo indicatore va trattato con cautela, perché le imprese non richiedono una protezione legale per tutte le innovazioni. Dagli ultimi dati disponibili<sup>3</sup> risulta confermata la maggiore propensione all'innovazione dei tre settori considerati rispetto alla media: il numero di brevetti ogni mille addetti vede la meccanica strumentale con i mezzi trasporto al terzo posto (dietro il farmaceutico e l'elettronica), mentre il settore della gomma si posiziona leggermente più in basso nella graduatoria. Nell'ambito del settore delle macchine, la meccanica varia presenta un valore piuttosto basso, ma occorre ricordare che in questo settore le imprese piccole ricorrono solo marginalmente alla protezione brevettuale, mentre le piccole imprese della meccanica strumentale richiedono una tutela legale alle loro innovazioni con una frequenza molto maggiore.

---

<sup>3</sup> Rapporto Prometeia-ANIMA, *Innovazione nella meccanica varia: alcuni casi di successo*, giugno 2006.

## Fondi comuni: un percorso difficile

**S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com**

Dopo un 2007 molto difficile, anche il nuovo anno si apre per i fondi comuni con un risultato fortemente negativo. La raccolta netta ha evidenziato a gennaio il peggior risultato di sempre, con un passivo pari a -19,1 miliardi di euro. Nel 2007 i disinvestimenti netti hanno superato i 53 miliardi di euro, mentre il patrimonio è sceso a 570 mld. di euro dai 609 dell'anno precedente.

Il ridimensionamento dei fondi comuni non ha avuto uguali riscontri in Europa. La quota di mercato dei fondi armonizzati di diritto italiano nel 2000 era pari al 12%, terza in ordine di grandezza, mentre ora ammonta a circa il 5%. Tra il 2002 e il 2006 mentre il patrimonio dei fondi comuni europei è aumentato del 76%, i fondi collocati in Italia sono aumentati del 31%.

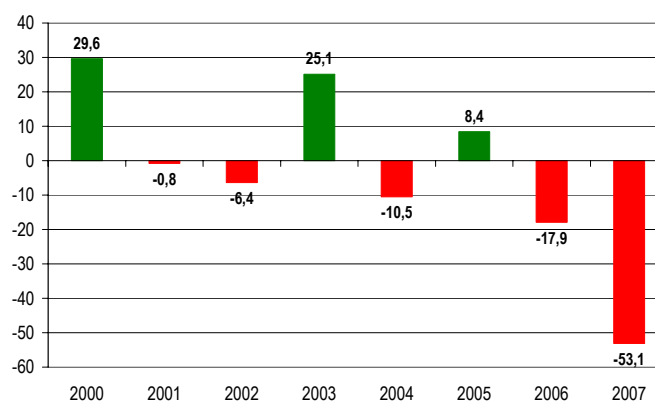
Il settore è stato caratterizzato da un deflusso dai fondi di diritto italiano a favore dei fondi esteri gestiti da intermediari italiani (cosiddetti roundtrip). Lo svantaggio fiscale pur contribuendo a spiegare il calo dei fondi di diritto italiano, non basta a dar conto della lentezza dello sviluppo complessivo del mercato. Sul mercato permangono dei nodi strutturali che occorre affrontare. Il governatore della Banca d'Italia ha evidenziato come un'apertura delle reti distributive, possa contribuire ad assicurare in modo adeguato l'indipendenza, dove opportuno anche con una separazione proprietaria, delle società di gestione del risparmio dai gruppi bancari.

### Il 2008 inizia in salita per i fondi, le difficoltà del settore appaiono strutturali

Dopo un 2007 molto difficile, anche il nuovo anno si apre per i fondi comuni con un risultato fortemente negativo. La raccolta netta ha evidenziato a gennaio il peggior risultato di sempre, con un passivo pari a -19,1 miliardi di euro. I numerosi riscatti e l'andamento negativo dei mercati hanno avuto una conseguenza diretta anche sul patrimonio gestito che ha perso in un mese il 5,5% collocandosi a 539 miliardi di euro dai 570 del mese precedente.

#### Il mercato italiano dei fondi comuni: raccolta netta

(Mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

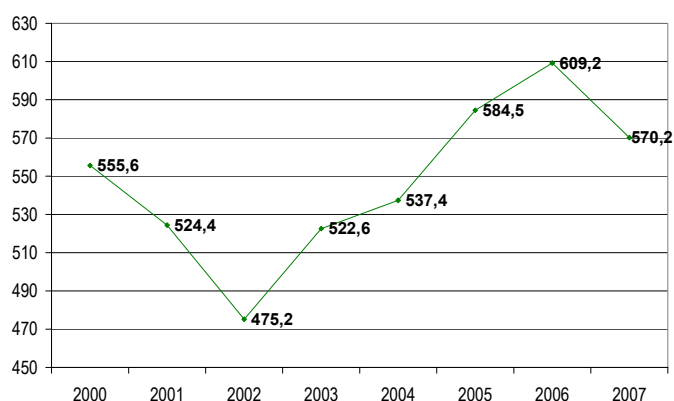
I riscatti più consistenti sono stati registrati dai fondi azionari e obbligazionari che hanno perso rispettivamente 9,7 e 6 miliardi di euro. Anche i fondi flessibili hanno accusato deflussi pari a 2,8 miliardi di euro mentre per i prodotti bilanciati le uscite si sono fermate poco sotto la soglia di 1,8 miliardi di euro. La raccolta netta è risultata positiva soltanto per i fondi hedge (+192 mln. di euro) e per quelli di liquidità (+886 mln. di euro). Nel complesso i fondi italiani, che detengono oltre 308 miliardi di euro di patrimonio, hanno subito nel corso del mese di gennaio deflussi superiori a 8,7 miliardi di euro, andamento in linea con quello

relativo ai fondi esteroinvestiti (cosiddetti roundtrip), la cui raccolta netta è risultata negativa per 7,7 miliardi di euro.

Il deflusso del risparmio nel settore dei fondi appare aver assunto un connotato strutturale. Nel 2007 i disinvestimenti netti hanno superato i 53 miliardi di euro, risultato ancora peggiore rispetto ai -19 mld. di euro dell'anno precedente. Anche il patrimonio a fine 2007 è sceso a 570 mld. di euro dai 609 di dicembre 2006.

Il ridimensionamento dei fondi comuni non ha avuto uguali riscontri in Europa. La quota di mercato dei fondi armonizzati di diritto italiano nel 2000 era pari al 12%, terza in ordine di grandezza, mentre ora ammonta a circa il 5%. Tra il 2002 e il 2006 mentre il patrimonio dei fondi comuni europei è aumentato del 76%, i fondi collocati in Italia sono aumentati del 31%.

### Il mercato italiano dei fondi comuni: patrimonio (dati di fine periodo, mld. di euro)



Fonte: Assogestioni

I dati della Banca d'Italia mostrano come anche in rapporto alle attività finanziarie detenute dalle famiglie la perdita di fiducia nei fondi comuni appaia evidente. Tra il 2000 e il 2007 si è assistito a una ricomposizione del portafoglio delle famiglie che ha comportato un ridimensionamento nel peso dei fondi comuni (quasi dimezzato dal 16,6% del 2000 all'attuale 8,5%) a favore di altri prodotti, tra cui le polizze vita che hanno guadagnato circa cinque punti percentuali arrivando a pesare l'11% del totale.

Il settore è stato inoltre caratterizzato da un deflusso dai fondi di diritto italiano a favore dei fondi esteri gestiti da intermediari italiani. I fondi di diritto italiano dopo il picco di 475 mld. di euro raggiunto nel 1999 hanno ceduto progressivamente il passo ai fondi roundtrip e hanno visto ridursi il proprio patrimonio fino agli attuali 308 mld. di euro.

Una delle ragioni di questo travaso è da imputare al diverso trattamento fiscale cui sono assoggettate le due categorie. I fondi esteri sono tassati sul risultato realizzato anziché sul maturato. I rendimenti esibiti dai fondi di diritto italiano scontano già l'imposta pari al 12,5% della plusvalenza, mentre gli strumenti esteri sono quotati al lordo della tassazione. In pratica nel caso dei fondi esteri il risparmiatore pagherà l'imposta solamente al momento in cui venderà le proprie quote.

Questa caratteristica rende complesso effettuare un confronto. Tuttavia una simulazione effettuata da Morningstar ha preso in esame una serie di fondi italiani e stranieri, omogenei per categoria, ne ha corretto le asimmetrie fiscali e ne ha messo a confronto i rendimenti. I prodotti italiani, sia nell'ultimo anno che nei tre e cinque anni precedenti, risultano aver conseguito complessivamente un rendimento più basso degli omologhi strumenti esteri. Ad esempio, per quanto riguarda i fondi azionari Europa, il rendimento 2007 è stato dell'1,06% contro l'1,62% degli esteri. Ancora più marcata la differenza a tre anni (9,85% contro il 12,89%) e a cinque anni (9,65% contro il 13,81%). Per i fondi azionari internazionali il rendimento nell'ultimo anno è pari a - 2,79% per gli italiani contro il -0,66% degli stranieri

che hanno fatto meglio anche del benchmark (-1,66%). A tre e cinque anni le differenze a favore degli esteri permangono ma si fanno meno vistose.

Lo svantaggio fiscale contribuisce a spiegare il calo dei fondi di diritto italiano, ma non basta a dar conto della lentezza dello sviluppo complessivo del mercato. Sull'andamento del settore certamente ha pesato anche la concorrenza di altri prodotti finanziari, dalle polizze vita ai titoli e prodotti strutturati. Le difficoltà del mercato non possono tuttavia essere addebitate solo a problemi fiscali e regolamentari. La qualità delle gestioni, ad esempio, in molti casi è risultata essere insoddisfacente rispetto ai costi: non è un caso che l'andamento più sfavorevole abbia contraddistinto i fondi obbligazionari e monetari, per i quali il peso delle commissioni è particolarmente elevato in rapporto ai rendimenti. Questo aspetto è certamente rilevante sia per le scelte dei risparmiatori sia per le politiche di portafoglio degli investitori istituzionali.

### **Gli effetti della performance sulla raccolta dei fondi**

La letteratura accademica a livello internazionale<sup>4</sup> mostra che la raccolta dei singoli fondi comuni e quella dei diversi comparti sono correlate con le rispettive performance. La correlazione è caratterizzata da ritardi temporali ed è influenzata dalla performance di prodotti finanziari con caratteristiche analoghe.

Un'analisi su dati mensili condotta sul mercato italiano<sup>5</sup> ha evidenziato l'esistenza di una relazione positiva statisticamente significativa tra performance e raccolta del comparto dei fondi comuni bilanciati, flessibili, liquidità e obbligazionari; nel caso dei fondi azionari, invece, la relazione è risultata debole. La reazione della raccolta alla performance del comparto risulta pertanto significativa per comprendere la dinamica della raccolta dei fondi. L'eccezione è rappresentata dai fondi azionari, la cui raccolta risente anche di fattori diversi dal rendimento.

La performance del mercato azionario influisce (con segno negativo) solo sulla raccolta dei fondi comuni di liquidità, mentre l'effetto sulla raccolta degli altri comparti non risulta significativo. Il rendimento dei Bot influisce inoltre sulla raccolta dei fondi che sono più prossimi a questo strumento (fondi obbligazionari, bilanciati, liquidità e flessibili).

### **Alcuni problemi aperti: rendimenti, commissioni e struttura dell'offerta**

Come già evidenziato, a partire dal 2001 si è assistito in misura rilevante a un riposizionamento a favore dei fondi roundtrip. Le gestioni patrimoniali hanno ridotto nel proprio portafoglio la percentuale dei fondi di diritto italiano sul totale dei fondi comuni dal 70% al 23%. Il deflusso dei fondi di diritto italiano appare notevolmente differenziato a seconda della natura del fondo: ad esempio nel 2006 il calo del patrimonio dei gestori appartenenti a gruppi bancari e assicurativi è stato del 12,9%, mentre per gli intermediari indipendenti il calo è stato del 3,5%. Le grandi sgr italiane hanno delocalizzato all'estero ed hanno guidato la sostituzione di fondi italiani con fondi esteroinvestiti. Tale fenomeno ha riguardato negli ultimi anni prevalentemente i fondi obbligazionari per i quali si evidenzia un valore medio della raccolta positivo per i fondi roundtrip e negativo per gli italiani.

I flussi di ricchezza delle famiglie in uscita dai fondi in molti casi sono stati riallocati in altre tipologie di prodotti. Le politiche dell'offerta hanno accentuato l'effetto delle scelte dei risparmiatori proponendo prodotti alternativi ai fondi comuni (obbligazioni bancarie e polizze assicurative). Tale processo si è verificato in un contesto caratterizzato da un'aumentata propensione per gli investimenti meno rischiosi.

A fronte del declino dei fondi di investimento si è potuto osservare un aumento delle obbligazioni bancarie e delle assicurazioni del ramo vita sia in termini assoluti, sia in rapporto

<sup>4</sup> Cfr. Blake D., Timmerman A. (1998) "Mutual fund performance: evidence from UK", *European Economic Review*, 2; Edelen R., Warner J. (2001) "Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns", *Journal of Financial Economics*, 59.

<sup>5</sup> Il periodo di osservazione parte da febbraio 1988 per le categorie dei fondi azionari, bilanciati e obbligazionari e da febbraio 1999 per la categoria dei fondi flessibili. Cfr. Barucci E., *Raccolta e performance dei fondi comuni di investimento in Italia*, novembre 2007, mimeo.

alla ricchezza finanziaria delle famiglie e al Pil. Da qui la critica, che le società di gestione rivolgono alle banche, di spingere i risparmiatori ad abbandonare i fondi per indirizzarli verso obbligazioni strutturate e polizze. Su questi prodotti le banche percepiscono delle commissioni *upfront* che iscrivono nel bilancio dell'anno. Le banche in realtà sembrano piuttosto assecondare i bisogni espressi dai clienti, le cui scelte in molti casi si sono orientate su prodotti con garanzia del capitale a scadenza, che possono essere offerti sotto forma di obbligazioni strutturate.

E' osservabile inoltre sul mercato una maggiore attenzione ai costi da parte dei risparmiatori. Alla crisi dei fondi comuni si è contrapposto infatti uno sviluppo molto accentuato degli Etf che hanno fatto dei costi di gestione molto contenuti uno degli elementi caratterizzanti.

La curva della raccolta degli Exchange traded fund (Etf) mostra infatti una rapida crescita. Sul mercato italiano il numero di questi fondi ha superato quota duecento. Rispetto al 2006, sono più che raddoppiati e da settembre 2002, quando sono stati quotati i primi fondi, la crescita è stata esponenziale. Il 2007 ha segnato una svolta nell'offerta perché accanto agli strumenti tradizionali (azionari e obbligazionari, geografici e settoriali) si sono affiancate nuove tipologie come le Exchange traded commodities (Etc) sulle materie prime. Inoltre in Borsa sono aumentati notevolmente gli scambi: i contratti medi giornalieri nel 2007 hanno sfiorato quota 5.400, con un valore degli scambi che è raddoppiato rispetto a un anno fa.

### **Quali possibili riforme nel settore dei fondi comuni?**

Il Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, ha più volte sottolineato<sup>6</sup> come la penalizzazione fiscale dei fondi comuni italiani rispetto a quelli esteri, l'esistenza di asimmetrie nella trasparenza e nella struttura delle commissioni (meno favorevole al risparmio gestito rispetto ad altri prodotti assicurativi e strutturati) spieghino solo in parte la crisi dei fondi. Di qui un richiamo affinché le società di gestione e i rispettivi gruppi di appartenenza riconsiderino il proprio posizionamento strategico, realizzando economie di scala, accentuando la specializzazione, allineando gli oneri a carico dei risparmiatori alle caratteristiche dei prodotti e alle condizioni dei mercati. Sul mercato permangono dunque dei nodi strutturali. La Banca d'Italia ha evidenziato come un'apertura delle reti distributive, possa contribuire ad assicurare in modo adeguato l'indipendenza, dove opportuno anche con una separazione proprietaria, delle società di gestione del risparmio dai gruppi bancari.

Questa posizione appare in linea con un recente studio della Consob<sup>7</sup> dal quale emerge come la crisi del settore non sia da attribuire a una obsolescenza dello strumento "fondo comune", ma risenta di alcune anomalie tipiche della struttura del mercato italiano. Tra le ragioni citate si annoverano la scarsa indipendenza delle società di gestione nelle scelte strategiche a causa degli assetti proprietari che accentrano il potere nei gruppi bancari, l'integrazione verticale di produzione e distribuzione, la dipendenza delle reti di gruppo di tipo *captive* e la ridotta capacità di innovazione.

Secondo lo studio, questo tipo di organizzazione si rifletterebbe sui costi di distribuzione, che risultano essere tra i più alti in Europa, mentre i costi di produzione sono analoghi. Si evidenzia inoltre come delle commissioni incassate, ai fondi rimanga una quota minima, dal momento che gran parte viene retrocessa ai distributori, in particolare alle banche che rappresentano il principale collocatore per gran parte delle Sgr (oltre il 70% del mercato è in mano a gruppi bancari).

Anche in questo caso una delle soluzioni proposte dallo studio è l'autonomia delle società di gestione dai gruppi bancari e la contestuale apertura a nuovi canali distributivi. Nel sistema ipotizzato, le fabbriche-prodotto si concentrerebbero sull'attività di gestione perseguendo le strategie che ritengono più opportune per competere sul mercato, senza essere vincolate dalla necessità di soddisfare le esigenze delle reti *captive*. I distributori, anch'essi

<sup>6</sup> Cfr. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, all'incontro organizzato da Aiaf, Assiom, Atic forex, 19 gennaio 2008. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi alla giornata mondiale del risparmio organizzata dall' ACRI (Associazione fra le Casse di Risparmio Italiane) 31 ottobre 2007.

<sup>7</sup> Consob (2008), "Il marketing dei fondi comuni italiani. Modelli organizzativi, costi, andamento e nuove prospettive conseguenti all'introduzione della Mifid nell'ottica della vigilanza", *Quaderni di Finanza* n. 61 a cura di F.M. De Rossi, D. Gariboldi, G. Leggieri e A. Russo.

indipendenti, dovrebbero svolgere una funzione di consulenza pura, da intendersi come servizio a pagamento. Infine, un ruolo primario potrebbe essere assunto dalle piattaforme telematiche (supermercati di fondi) sulle quali sarebbe possibile acquistare una vasta gamma di fondi, sostenendo costi contenuti.

## Le previsioni sui prezzi

<b>PREZZI AL CONSUMO</b>													
<b>EURO 13 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,1	104,4	104,5	104,2	104,3	104,7	105,2	105,8	106,2	104,4
2008	105,8	106,0	106,6	107,2	107,5	107,5	107,1	107,2	107,5	107,8	108,1	108,4	107,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,1	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2
2008	-0,4	0,2	0,6	0,6	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	3,1	2,1
2008	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8	2,8	2,8	2,6	2,4	2,2	2,1	2,8
<b>ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,7	104,1	103,9	104,7	105,5	105,9	106,2	104,3
2008	105,4	105,4	106,5	107,2	107,5	107,7	107,3	107,1	107,8	108,2	108,4	108,5	107,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,4	0,3	0,2
2008	-0,8	0,0	1,1	0,6	0,3	0,2	-0,4	-0,2	0,7	0,3	0,2	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	2,0
2008	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	3,1	3,1	3,0	2,5	2,3	2,1	2,8
<b>ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100</b>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	132,1	132,4	132,6	132,6	133,0	133,5	133,9	132,2
2008	134,4	134,7	134,9	135,2	135,6	135,7	136,0	136,3	136,2	136,3	136,4	136,6	135,7
<i>variazioni congiunturali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,2
2008	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	<i>gen</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>mag</i>	<i>giu</i>	<i>lug</i>	<i>ago</i>	<i>set</i>	<i>ott</i>	<i>nov</i>	<i>dic</i>	<i>media</i>
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6	1,8
2008	2,9	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,8	2,7	2,5	2,2	2,0	2,7

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.