



*Camera dei Deputati  
VI Commissione Finanze*

**ESAME DEI DISEGNI DI LEGGE C. 1762, DI CONVERSIONE DEL  
DECRETO-LEGGE N. 155 DEL 2008, RECANTE “MISURE URGENTI  
PER LA STABILITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO NELL’ATTUALE  
SITUAZIONE DI CRISI DEI MERCATI FINANZIARI  
INTERNAZIONALI” E C. 1774, DI CONVERSIONE DEL DECRETO-  
LEGGE N. 157 DEL 2008, RECANTE “ULTERIORI MISURE  
URGENTI PER GARANTIRE LA STABILITÀ DEL SISTEMA  
CREDITIZIO”.**

*Audizione  
del Presidente della Assogestioni  
Marcello Messori*

*Roma, 4 novembre 2008*



Desidero innanzitutto ringraziare il Presidente, Onorevole Gianfranco Conte, e gli Onorevoli componenti della Commissione per l'opportunità offerta alla Assogestioni di presentare il punto di vista del settore del risparmio gestito in merito alle misure volte a garantire la stabilità e a rafforzare l'attività del sistema bancario e finanziario italiano nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari.

Il mio intervento si articolerà in tre punti: (i) un breve esame di alcuni aspetti generali della crisi e delle conseguenti iniziative legislative, così da poter collocare in modo appropriato le più specifiche riflessioni riguardo all'impatto della crisi sul settore del risparmio gestito; (ii) un'analisi dei punti dei due decreti-legge, emanati dal Governo, che appaiono più rilevanti per il risparmio gestito; (iii) alcune conseguenti e specifiche proposte di intervento per il settore del risparmio gestito.

#### **LA CRISI FINANZIARIA E GLI INTERVENTI DEL GOVERNO**

La crisi, che ha colpito i mercati finanziari internazionali a partire dal giugno 2007, è certamente la più grave degli ultimi settantacinque anni. Tale crisi è stata, in primo luogo, una crisi di fiducia nei confronti di prodotti finanziari con elevato grado di illiquidità e ad alto rischio, negoziati in segmenti non regolamentati e sempre più estesi del mercato finanziario perché fonte di elevati guadagni speculativi. La caduta nella fiducia si è rapidamente tradotta in una crisi di liquidità, che ha reso 'sottili' sia quei segmenti non regolamentati che altre sezioni del mercato finanziario, e in una crescente difficoltà di reperimento di fondi liquidi da parte degli intermediari finanziari (soprattutto banche di investimento, banche commerciali con ampia offerta di servizi finanziari nei mercati internazionali, fondi *hedge*). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito e - più di recente - in alcuni paesi dell'Europa continentale questo duplice vincolo di liquidità, che ha indotto distorsioni nei prezzi delle



attività finanziarie, è sfociato in una crisi di solvibilità di importanti intermediari finanziari. La reazione è stata l'avvio di un processo di *deleveraging* da parte delle banche e degli altri attori finanziari, sottoposti al rispetto di *ratio* patrimoniali o a stringenti vincoli di liquidità, e un'accentuata 'fuga verso la liquidità' da parte dei risparmiatori.

In tali condizioni, è diventata elevata la probabilità che la crisi finanziaria generi una crisi reale anche a causa di una restrizione nell'offerta di credito. Del resto, i dati macroeconomici dei paesi economicamente avanzati confermano un generalizzato ingresso in una fase recessiva.

In questo quadro macroeconomico, appaiono appropriate le iniziative assunte da vari paesi dell'Unione europea e incentrate sulla ricapitalizzazione delle banche nazionali attraverso un sostegno statale. Il coordinamento nell'ambito dell'Unione monetaria europea, che si è accompagnato agli interventi della Banca centrale europea per il sostegno del mercato interbancario e per il finanziamento di una platea sempre più ampia di banche (a fronte di garanzie collaterali meno esigenti), ha rafforzato tali progetti di ricapitalizzazione che non possono limitarsi al salvataggio di banche in difficoltà ma devono anche perseguire il fine di facilitare adeguati livelli di finanziamento bancario all'economia reale.

Gli interventi, predisposti dal Governo italiano con l'approvazione del Decreto-legge n. 155/08 e del successivo Dl n. 157/08, si inscrivono nel solco tracciato dal coordinamento europeo specie se verranno arricchiti dalla previsione di ulteriori forme di ricapitalizzazione delle banche. Per il momento i due provvedimenti, oltre a integrare le garanzie private sui depositi e a concedere garanzie statali sulle nuove passività dei gruppi bancari, prevedono misure volte a ricapitalizzare le banche mediante la sottoscrizione di azioni privilegiate da parte dello Stato. Sarebbe



auspicabile che tali provvedimenti includessero anche la possibilità di ricapitalizzazioni delle banche mediante la sottoscrizione statale di obbligazioni convertibili (a richiesta delle banche stesse).

Si ritiene che queste due possibili forme di ricapitalizzazione siano complementari anziché mutuamente esclusive. L'ipotesi di sottoscrizione di azioni privilegiate da parte dello Stato dovrebbe infatti applicarsi al (per ora, ipotetico) caso di situazione di grave crisi di gruppi bancari o di banche italiane, accertata e comunicata dalla Banca d'Italia; viceversa, la sottoscrizione di obbligazioni convertibili o di qualche altro strumento intermedio fra titoli di debito e titoli di capitale, resa ampiamente possibile dal nuovo diritto societario, dovrebbe incentivare la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e alle famiglie. Non alterando la preesistente struttura azionaria e non condizionando la gestione, quest'ultimo intervento potrebbe attenuare la propensione bancaria a restringere i prestiti per rafforzare i coefficienti patrimoniali.

Tali interventi, in parte ancora in fase di definizione, non dovrebbero essere accompagnati dall'introduzione di barriere nel mercato dei diritti proprietari. Al riguardo, mi permetto di sottolineare l'inopportunità di una modifica della legge sull'OPA centrata sull'indebolimento della "regola della passività". La disciplina italiana sull'offerta pubblica d'acquisto è perfettamente equilibrata in quanto non introduce vincoli a livello macroeconomico ma, grazie alla c.d. clausola di reciprocità, fornisce una tutela microeconomica alle società italiane sottoposte a scalate ostili. Non appare neppure opportuno vincolare potenziali investimenti di soggetti esteri, anche nel caso di fondi sovrani. La "rischiosità politica" di alcuni di questi fondi diventerebbe rilevante solo nel caso, per ora del tutto irrealistico, in cui venissero acquisite partecipazioni di controllo di società italiane rilevanti per il funzionamento dell'intera economia. Il sistema economico del nostro



Paese ha la necessità di immissioni di capitali; e i fondi sovrani rappresentano, in questo senso, un'opportunità.

#### L'IMPATTO PER IL SETTORE DEL RISPARMIO GESTITO

I due decreti, approvati dal Governo italiano, delineano appropriati interventi di garanzia da parte dello Stato anche nei confronti dei risparmiatori. Ciò vale per la garanzia fornita dallo Stato sui depositi, che si aggiunge a quella tradizionalmente offerta dal Fondo Interbancario, e per la garanzia sulle passività bancarie e, in particolare, sulle future emissioni obbligazionarie delle banche. Se non correttamente interpretate dagli investitori, tali misure tendono tuttavia a creare asimmetrie normative a favore dei depositi e delle obbligazioni bancarie e a danno dei prodotti del risparmio gestito che non fruiscono di alcuna garanzia statale. Questo effetto di sostituzione, indotto dalla normativa, rischia di essere particolarmente rilevante per l'equilibrio del settore italiano del risparmio gestito.

Questo settore accusa da tempo significativi deflussi netti. Per i fondi di investimento di diritto italiano, i flussi sono stati negativi dall'inizio degli anni Duemila; per l'insieme dei fondi di investimento operanti nel mercato nazionale, i flussi sono stati negativi dall'aprile del 2006 (con l'eccezione del mese di agosto del 2006). Questa tendenza negativa, attribuibile anche a distorsioni fiscali e ad asimmetrie regolamentari, è stata aggravata dalla crisi finanziaria soprattutto a causa della "fuga verso la liquidità" dei risparmiatori e della pressante domanda di fondi liquidi da parte delle banche. Basti considerare che il saldo negativo dei flussi dei fondi di investimento operanti in Italia, raggiunto nell'anno 2007 e pari alla cifra *record* di 52 miliardi di euro, è pressoché raddoppiato nei primi nove mesi del 2008. Introdurre un ulteriore effetto di sostituzione, a causa di una asimmetria normativa, potrebbe portare a



un'incontrollata accelerazione dei deflussi. Evidenze parziali indicano del resto che, nel trascorso mese di ottobre, i deflussi dal settore dei fondi di investimento hanno raggiunto un picco.

A ben vedere l'asimmetria normativa, introdotta dai suddetti decreti del Governo italiano, è però un'asimmetria più percepita che effettiva. Sotto il profilo tecnico-finanziario, appare ovvio che le garanzie statali previste possono coprire solo i rischi di controparte e non riguardano – per esempio - i rischi di mercato e di liquidità delle obbligazioni bancarie; ed è altrettanto ovvio che, in quanto patrimoni diversificati e autonomi rispetto alla società di gestione o alla banca distributrice, i fondi di investimento non presentano alcun rischio di controparte. Pertanto, una garanzia statale sui patrimoni dei fondi sarebbe inutile; e, se correttamente interpretata, una garanzia statale sulle passività bancarie non crea alcuno svantaggio al risparmio gestito. Il fatto è che, anche a causa della mancata specificazione normativa del tipo di garanzie statali fornite, i risparmiatori italiani tendono a interpretare l'offerta di una garanzia statale sulle passività delle banche come la cancellazione di qualsiasi tipo di rischio. Il che fornisce un distorto e artificiale vantaggio ai prodotti finanziari, emessi dalle banche, a discapito dei fondi di investimento.

Tutto ciò contribuisce ad alimentare una situazione paradossale: gli elementi positivi, che caratterizzano i fondi di investimento (trasparenza, diversificazione, liquidabilità), sono percepiti dai risparmiatori come fattori di volatilità e di mancanza di garanzia. Di conseguenza, molti risparmiatori italiani sono portati a disinvestire le quote di fondi che hanno in portafoglio in una fase molto negativa dei mercati finanziari, esponendosi così a gravi perdite. Se non alterati da un'eccessiva “fuga verso la liquidità” e da una distorta percezione del grado di copertura delle garanzie statali, i risparmiatori italiani potrebbero viceversa



apprezzare che i fondi di investimento sono uno degli strumenti più appropriati per attraversare con fiducia la crisi finanziaria.

L'accentuarsi dei riscatti dai fondi di investimento contribuisce, inoltre, a peggiorare le *performance* degli stessi fondi e dei mercati finanziari. Per soddisfare la crescente domanda di liquidazione dei sottoscrittori, le società di gestione devono infatti vendere sul mercato parte dei titoli in portafoglio a prezzi bassi e – spesso – distorti; e, a fronte di una domanda debole, queste vendite contribuiscono a deprimere ulteriormente i corsi azionari ed obbligazionari.

#### **ALCUNE PROPOSTE DI POLICY**

Le precedenti considerazioni hanno mostrato che l'aggravarsi dei riscatti in una situazione di crisi, in cui molte sezioni dei mercati finanziari soffrono di problemi di liquidità, può creare difficoltà anche ai fondi di investimento con grave nocumento per i risparmiatori. Le verifiche, attuate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, hanno posto in luce che i fondi italiani di investimento detengono quote minime di quei titoli ad alto rischio e a bassa liquidità che sono stati al centro dell'attuale crisi finanziaria. Nonostante ciò, le condizioni abnormi dei mercati finanziari implicano che, a fronte di riscatti crescenti, anche i fondi italiani di investimento siano costretti a cedere attività con domanda debole e, dunque, a prezzi più bassi di quelli di equilibrio nel medio-lungo periodo. Tipicamente, un'ampia quota di *corporate bond* è diventata molto illiquida e i relativi prezzi sono oggi distorti verso il basso.

A fronte di condizioni così sfavorevoli, le autorità pubbliche di vari paesi economicamente avanzati hanno varato interventi a sostegno dei fondi di investimento. Per esempio: negli Stati Uniti è stato predisposto un fondo statale con attività molto liquide per consentire scambi con attività illiquide dei fondi di investimento, che siano riproducibili nel tempo e



che impediscano quindi una caduta eccessiva nella valorizzazione delle quote dei fondi stessi; e, in altri paesi, si stanno elaborando altri interventi per assicurare la liquidabilità delle quote dei fondi di investimento o per vincolare i riscatti dei sottoscrittori. La stessa Associazione europea del settore del risparmio gestito (EFAMA) ha segnalato questo tipo di problemi alla Banca centrale europea.

Non ritengo che l'andamento del mercato italiano renda immediatamente necessario un intervento pubblico volto a garantire la liquidità dei fondi di investimento. Grazie alla diversificazione dei loro portafogli e alla trascurabile incidenza patrimoniale dei titoli ad alto rischio che sono stati al centro della crisi finanziaria, il settore italiano dei fondi di investimento appare in grado di far fronte autonomamente alle pur pesanti domande di riscatto. Ritengo però che un fondo, simile a quello disegnato negli Stati Uniti, potrebbe essere utile per limitare le perdite dei risparmiatori che – tradizionalmente – in Italia (più ancora che altrove) tendono a incrementare la sottoscrizione di quote di fondi di investimento in prossimità dei picchi positivi di mercato e a riscattare tali quote in prossimità dei picchi negativi. Ritengo inoltre che sarebbe prudente predisporre le condizioni perché un fondo simile possa essere varato rapidamente, qualora la crisi finanziaria peggiori ulteriormente e l'andamento dei riscatti subisca accelerazioni oggi non prevedibili.

Anche senza indulgere in ipotesi troppo pessimistiche la crisi di liquidità, che è una componente non irrilevante della più generale crisi finanziaria in corso, raccomanda di eliminare ogni fattore surrettizio di illiquidità che possa pesare sul patrimonio dei fondi di investimento per ragioni estranee ai meccanismi di mercato. Purtroppo pesanti fattori di illiquidità, che dipendono da una persistente distorsione normativa, pesano invece sui fondi di investimento di diritto italiano. Questi ultimi devono infatti sopportare la zavorra dei risparmi di imposta, derivante da



una fiscalità applicata sul maturato anziché sul realizzato<sup>1</sup>. Si tratta di un problema che, ovviamente, è aggravato dall'andamento negativo dei mercati.

In questa sede dedicata all'analisi della crisi finanziaria, sarebbe inappropriato sollevare la questione della disparità di trattamento fiscale che da tempo penalizza il settore italiano del risparmio gestito. Ritengo viceversa che sia pertinente dedicare attenzione al problema di liquidità, sopra accennato, che consegue dal regime fiscale applicato in Italia. Nel bilancio dei fondi di investimento di diritto italiano, una parte spesso significativa e crescente dell'attivo è costituita dal risparmio d'imposta, che i fondi sono costretti a iscriverne come posta al fine di non avvantaggiare i nuovi partecipanti a danno di quelli vecchi (i primi avrebbero altrimenti beneficiato dei risultati negativi di gestione maturati dai secondi, senza dare alcuna contropartita). Il risparmio di imposta costituisce, però, una posta di bilancio virtuale che non è né liquidabile né investibile. In quanto virtuale, è per definizione una posta del tutto illiquida.

Anche in situazioni normali di mercato, i fondi di investimento di diritto italiano sono fortemente penalizzati da questa distorsione in termini sia di rendimenti che di liquidità. Il vincolo di liquidità diventa, tuttavia, gravissimo in situazione di crisi per due ordini di ragioni: innanzitutto, perché lo *stock* di tale posta virtuale tende a crescere sia in assoluto che in percentuale al patrimonio; in secondo luogo, perché aggrava il problema di liquidità già esacerbato dall'aumentare dei riscatti. Ritengo che una simile distorsione, che non dipende da alcuna scelta gestionale

---

<sup>1</sup> Come noto, i redditi dei fondi comuni di diritto italiano sono soggetti ad imposta direttamente a loro carico e per maturazione. Su tali fondi è infatti applicabile un'imposta sostitutiva che è commisurata all'incremento di valore registrato dalle attività finanziarie gestite nel corso di ciascun anno solare. Pertanto, l'imposta è prelevata prima che i risparmiatori abbiano realizzato, mediante liquidazione delle loro quote, gli eventuali guadagni loro spettanti. Per contro, i redditi netti dei fondi comunitari armonizzati sono assoggettati ad imposta direttamente a carico dei sottoscrittori e per cassa, ossia al momento del riscatto o del rimborso delle quote di partecipazione.



dei fondi di investimento ma è il portato di un'asimmetria normativa, debba essere rapidamente cancellata.

La soluzione, qui di seguito proposta, non si configura come una richiesta di aiuto di Stato ma come una richiesta di eliminazione di una distorsione normativa a danno degli operatori nazionali. Essa può essere distinta in due punti. Si tratta innanzitutto di trasformare il risparmio di imposta in credito di imposta. Si tratta poi di prevedere che questo vero e proprio credito, che i fondi di investimento di diritto italiano vantano nei confronti dello Stato, sia scambiabile al valore nominale con attività liquide offerte da una istituzione come la Banca d'Italia. In base a tale transazione, il credito verso lo Stato sarebbe trasferito dal settore del risparmio gestito alla Banca d'Italia.

\* \* \*

Proprio nei momenti di crisi occorrono misure che favoriscano la competizione tra gli strumenti finanziari e rafforzino le tutele per la clientela. L'azione del Governo deve, pertanto, portare a un'equilibrata concorrenza fra depositi e obbligazioni bancarie, da un lato, e prodotti del risparmio gestito, dall'altro. Riprendendo un passo del documento redatto dal Tavolo di lavoro coordinato dalla Banca d'Italia, "è necessario assicurare, nel mercato nazionale così come in quello comunitario, pari condizioni competitive tra i diversi strumenti finanziari, rimuovendo le asimmetrie fiscali e regolamentari che penalizzano i fondi comuni italiani". Ritengo che, con i correttivi sopra auspicati, l'impianto disegnato dal Governo muoverà un passo rilevante in tale direzione bilanciando le necessità di liquidità del sistema bancario, le esigenze di finanziamenti delle imprese e le tutele dei risparmiatori.