



2011 factbook



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

**GUIDA ITALIANA  
AL RISPARMIO GESTITO**





**ASSEGESTIONI**

---

associazione del risparmio gestito

factbook 2011

**GUIDA ITALIANA  
AL RISPARMIO GESTITO**

La crisi è stata il simbolo del 2011 e ha riguardato non solo la finanzia e l'economia, ma anche la politica e la società civile. L'etimologia del termine (dal greco κρίσις, "scelta, decisione, cambiamento"), suggerisce tuttavia che la discontinuità dettata dalla crisi possa rappresentare anche un'opportunità di miglioramento e di rinascita. Le immagini contenute nel volume, in sintonia con questa visione positiva, si concentrano quindi sul concetto di trasformazione e di transizione, che ha caratterizzato lo scorso anno e ben rappresenta il momento storico tuttora in corso.

Progetto grafico e impaginazione: Oliviero Fiori

Stampato a Milano nel maggio 2012

Stampa: Officina d'arte grafica Lucini - [www.lucinisrl.com](http://www.lucinisrl.com)

In copertina: Fasi di Luna crescente

Il Fact Book 2011 è stampato su carta ecologica Fedrigoni Freelifa, certificata da Ecolabel e FSC (Forest Stewardship Council)

---

# SOMMARIO

---

<b>PREMESSA</b>	<b>8</b>
<b>ASSOGESTIONI: L'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI GESTORI DEL RISPARMIO</b>	<b>12</b>
<i>L'associazione e i suoi associati</i>	
<i>Scopi dell'associazione</i>	
<i>Attività principali</i>	
<b>SCENARIO DI MERCATO</b>	<b>18</b>
Il risparmio delle famiglie e l'industria della gestione: situazione e sfide	19
<b>EVOLUZIONE NORMATIVA</b>	<b>42</b>
L'implementazione della UCITS IV in Italia	43
La MiFID Review	55
La regolamentazione a livello europeo: <i>la European Market Infrastructure Regulation (EMIR)</i>	63
La direttiva AIFMD: a che punto siamo	67
Le proposte di disciplina dei PRIIPs	71
L'adozione del nuovo Protocollo di autonomia di Assogestioni	73
<b>TASSAZIONE</b>	<b>80</b>
La riforma della tassazione dei fondi italiani	81
L'introduzione dell'aliquota unica	91

<b>CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>98</b>
La rappresentanza delle minoranze: ultime novità in tema di <i>corporate governance</i> e bilancio dell'attività delle SGR nel 2011	99
<b>MERCATO IMMOBILIARE</b>	<b>110</b>
Il ruolo delle SGR nel processo di valorizzazione degli immobili pubblici	111
Il nuovo regime fiscale dei fondi immobiliari	119
<b>DATI E TAVOLE STATISTICHE</b>	<b>128</b>
<b>GLOSSARIO</b>	<b>140</b>

---

# PREMESSA

---

Guardando indietro allo scorso anno, è possibile dire che il 2011 - dal punto di vista economico, finanziario e politico - è stato senza dubbio uno degli anni più turbolenti e densi di avvenimenti dell'ultimo decennio.

La crisi finanziaria, scoppiata nel biennio 2008/2009, negli anni successivi ha progressivamente assunto i connotati di una seria recessione economica, che ha via via colpito le maggiori economie mondiali e ha persino rallentato la crescita a doppia cifra dei colossi asiatici. Il 2011 ha fatto cadere alcune certezze, con il declassamento del debito pubblico statunitense (un caso unico nella storia degli Usa), la crisi del debito nel Vecchio Continente e la divisione dell'Unione europea in due "classi" economico-politiche: da una parte i Paesi *core* - Germania e Nord Europa in testa - e dall'altra i Paesi periferici, categoria al cui interno è stata inclusa anche l'Italia.

Proprio in Europa si è giocata una parte importante della partita economica, innescata dalla crisi che ha coinvolto in modo differente i diversi attori comunitari e nazionali. Parole come *spread* e *downgrade* sono entrate nel vocabolario comune, mentre i cittadini dell'Unione assistevano giorno per giorno all'evolversi di una situazione economica caratterizzata da una profonda e diffusa instabilità, il cui caso più emblematico è stato il collasso e il successivo sofferto salvataggio della Grecia.

In Italia, in particolare, la crisi ha portato al definitivo strappo del tessuto economico-politico e a una brusca ricomposizione dello scenario, con l'avvento del governo tecnico di matrice montiana; una risposta drastica alle esigenze del Paese e alle pressioni internazionali, che sembra aver allontanato il pericolo di un più grave "contagio" del sistema economico italiano ed europeo. Inutile nascondere, tuttavia, che molto resta ancora da fare sul fronte dello stimolo alla ripartenza e alla crescita, per permettere all'industria italiana di riconquistare la propria posizione sul mercato e restituire alle famiglie italiane la loro tradizionale capacità di risparmio, ridottasi progressivamente nel corso dell'ultimo decennio.

Un presupposto, quest'ultimo, necessario per riportare le scelte finanziarie dei privati su un percorso di maggiore serenità, stabilità e attenzione agli obiettivi di lungo termine, in virtù di un approccio all'investimento più sostenibile e costruttivo, che possa anche contribuire alla crescita economica del nostro Paese.

In questo contesto, gli operatori finanziari sono oggi chiamati a uno sforzo d'innovazione e di ridefinizione del proprio ruolo, anche in direzione di una sempre maggiore attenzione al cliente e ai bisogni finanziari degli investitori.

L'industria italiana del risparmio gestito, nell'ambito della generale ristrutturazione dell'assetto fiscale e regolamentare europeo e della progressiva determinazione di un effettivo *level playing field*, deve ora dimostrare di saper cogliere le opportunità del mercato e recuperare una posizione di primo piano in Europa. Gli sforzi comuni, grazie anche al supporto delle istituzioni, devono essere tesi a rilanciare il valore del risparmio gestito per i risparmiatori privati e la sua funzione di volano per lo sviluppo del Paese.

**Fabio Galli**  
**Direttore Generale**

---

# ASSOGESTIONI: L'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI GESTORI DEL RISPARMIO

---

## L'associazione e i suoi associati

Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio. Nata nel 1984, rappresenta oggi la maggior parte delle società di gestione italiane e straniere operanti in Italia, oltre a banche e imprese di assicurazione attive nella gestione del risparmio, anche previdenziale.

L'associazione raccoglie oltre 300 associati che offrono i propri servizi a una clientela composta da investitori istituzionali (compagnie di assicurazione, fondi pensione, imprese private, ecc.) e investitori privati, sottoscrittori di quote di fondi comuni di investimento o di azioni di SICAV. Il settore, alla fine del 2011, gestiva complessivamente un patrimonio pari a circa 920 miliardi di euro.

## Scopi dell'associazione

Assogestioni opera con l'intento di ricercare le migliori condizioni di funzionalità ed efficienza, sotto il profilo operativo e normativo, per l'attività di gestione del risparmio e per i mercati in cui questa si realizza, operando nel frattempo per garantire la migliore tutela per gli investitori.

L'associazione promuove un dialogo costante con gli operatori del settore e le istituzioni sui temi dell'investimento, della tutela del risparmio, della corporate governance e dell'innovazione regolamentare e operativa dell'industria.

In ambito internazionale Assogestioni fa parte di EFAMA (*European Funds and Asset Management Association*), con cui collabora per lo sviluppo della normativa comunitaria e di un'efficace autoregolamentazione del settore europeo del risparmio gestito.

## Attività principali

L'associazione assiste i suoi membri offrendo consulenza e supporto tecnico su temi legali, fiscali e operativi, promuovendo il dialogo tra gli operatori del settore e le istituzioni.

I rappresentanti delle associate hanno la possibilità di consultare le circolari e le



analisi elaborate dall'associazione e di partecipare ai comitati, i gruppi di lavoro e le commissioni tecniche organizzate per approfondire le principali tematiche riguardanti il settore.

Assogestioni elabora e diffonde periodicamente i dati ufficiali sull'industria e rappresenta in Italia la principale fonte di informazioni statistiche riguardo le dinamiche di raccolta e patrimonio del settore del risparmio gestito.

Assogestioni gioca infine un ruolo importante nell'educare e informare gli investitori, sostenendo attivamente lo sviluppo della cultura finanziaria in Italia attraverso la realizzazione di campagne informative e l'organizzazione del Salone del Risparmio, la più importante manifestazione italiana dedicata al tema del risparmio e dell'investimento.



Patagonia, Argentina  
Ghiacciaio Perito Moreno

---

# SCENARIO DI MERCATO

---

## Il risparmio delle famiglie e l'industria della gestione: situazione e sfide

**Alessandro Rota**

Il 2011 è stato un anno complesso per il settore del risparmio gestito e per le famiglie italiane. La crisi finanziaria, infatti, ha compromesso la capacità di risparmio dei privati e - complici gli effetti sull'economia reale - ne ha condizionato le scelte d'investimento, allontanando i risparmiatori dal mercato finanziario. Segnali positivi arrivano dal comparto delle gestioni di portafoglio, ma il peso degli investitori istituzionali appare ancora troppo limitato nel nostro Paese. E tra le priorità attuali, nell'ambito della riedificazione politico-finanziaria che sta interessando l'Italia, oggi non può mancare una decisa azione di stimolo al risparmio di lungo termine.

L'Italia è ancora un Paese di grandi risparmiatori? Rispondere a questa domanda, retorica solo all'apparenza, non è facile. Infatti, se da una parte le statistiche sull'ammontare e sulla distribuzione della ricchezza privata ci vedono ancora nelle prime posizioni tra le economie più sviluppate, dall'altra parte alcune evidenze empiriche segnalano come la capacità di risparmio delle famiglie italiane, storicamente molto elevata, sia andata progressivamente calando e, complice la crisi economica, sia ormai scesa sotto i valori di Francia e Germania, allineandosi a una poco rassicurante media europea del 12% circa del reddito disponibile.

In un contesto in cui il risparmio è diventato una merce relativamente meno abbondante, diventa imperativo assicurare che la ricchezza sia impiegata al meglio, con il duplice fine di garantirne una redditività adeguata e sostenere la crescita della nostra economia. A tale proposito, nel capitolo intitolato "La ricchezza reale e il portafoglio finanziario" si mostra come alcune caratteristiche della composizione della ricchezza privata - come l'eccessivo peso dell'investimento immobiliare e la scarsa incidenza degli impieghi finanziari effettuati per il tramite degli investitori istituzionali - ne abbiano finora limitato la piena valorizzazione.

Il mercato italiano del risparmio gestito, del quale nel terzo capitolo si mettono

---

*Seppure ancora elevata, negli ultimi anni la capacità di risparmio delle famiglie si è ridotta, complice la crisi*

---

in evidenza gli sviluppi più recenti, offre strumenti adatti alle più svariate esigenze e utili per programmare i propri investimenti in maniera ottimale. Ai gestori e agli altri intermediari che operano nel settore spetta oggi la sfida di fare in modo che questa offerta possa raggiungere e favorire un numero crescente di famiglie, in modo tale che queste - per dirla con uno *slogan* - imparino nel loro stesso interesse a *risparmiare meglio*.

In quest'ottica, nel quarto e ultimo capitolo si forniscono alcuni suggerimenti per interventi di *policy* che riconoscano al risparmio previdenziale - e più in generale alle forme di investimento di lungo termine - un trattamento privilegiato, in virtù del loro evidente valore sociale. Tanto più se si considera, da una parte, che il futuro assetto del sistema previdenziale vedrà una netta riduzione della copertura pubblica, e dall'altra parte che le scelte d'investimento delle famiglie sono storicamente caratterizzate da un eccessivo orientamento al breve termine.

### La propensione al risparmio delle famiglie italiane

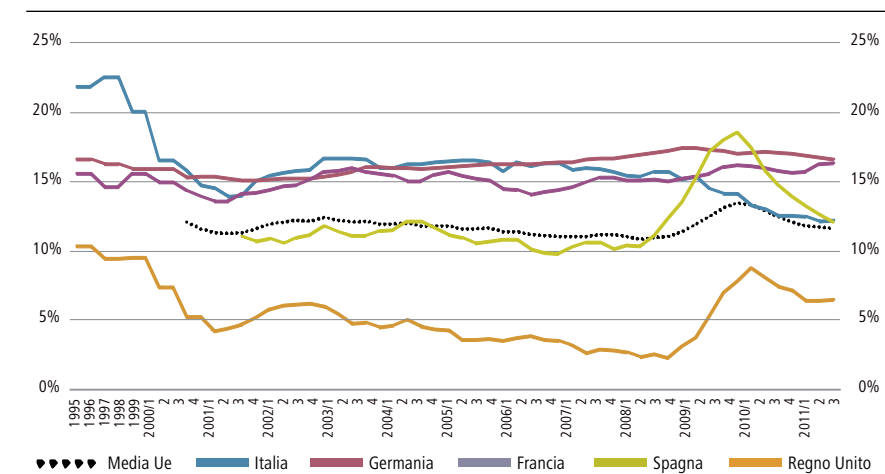
Dal dopoguerra e fino alla metà degli anni '90 il tasso di risparmio delle famiglie italiane è stato particolarmente elevato, tra il 20% e il 30% del reddito disponibile. Questa circostanza ha contribuito in maniera determinante allo sviluppo economico del nostro Paese e ha permesso il progressivo accumulo di un importante *stock* di ricchezza. Al tempo stesso il risparmio privato ha garantito per un lungo periodo il finanziamento *interno* dei crescenti disavanzi del settore pubblico, consentendo di mantenere il risparmio nazionale aggregato in territorio positivo.

A partire dal 1995, tuttavia, accelerando una tendenza negativa in essere già dagli anni '80, l'incidenza del risparmio sul reddito disponibile delle famiglie è diminuita fino a raggiungere, nel giro di pochi anni, valori compresi tra il 15% e il 17%, allineandosi a quella di Paesi sotto molti aspetti paragonabili al nostro, come Francia e Germania, e come il nostro coinvolti nel processo di convergenza che nel 1999 porterà al varo della moneta unica. Dopo un periodo di relativa stabilità durato quasi un decennio, sul finire del 2008, con lo scoppio della crisi finanziaria, il tasso di risparmio delle famiglie ha subito un'ulteriore flessione e ha raggiunto valori prossimi alla media europea intorno al 12% (Figura 1).

Nel corso degli anni, nella letteratura economica sono state dibattute svariate ipotesi per spiegare il livello, la differenziazione e l'evoluzione dei tassi di risparmio

Figura 1 - Tassi di risparmio lordi delle famiglie. Periodo 1995 – 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat



delle diverse economie. In particolare sono state studiate, tra le altre, le relazioni tra il risparmio e la crescita economica, le dinamiche demografiche, le caratteristiche del sistema di protezione sociale, il grado di apertura dell'economia, il livello di liberalizzazione dei servizi finanziari, le dinamiche inflazionistiche e le politiche di bilancio dei governi.

In estrema sintesi si può affermare che attualmente esiste un sostanziale accordo tra gli economisti nel riconoscere a ognuno di questi fattori strutturali un ruolo, più o meno rilevante in base al Paese e al periodo storico considerati, nella spiegazione dell'evoluzione di medio/lungo periodo dei tassi di risparmio. Alla luce di questa considerazione, il lento avvicinamento del tasso delle famiglie italiane a quello di Francia e Germania, conclusosi alla fine degli anni '90, potrebbe essere interpretato come la naturale conseguenza di una tendenziale convergenza delle rispettive economie.

Per contro, l'ulteriore calo registrato a partire dalla fine del 2008 sembrerebbe essere stato determinato più da fattori congiunturali che non strutturali, e in particolare dall'andamento avverso del reddito disponibile combinato con una relativa rigidità dei consumi.

A questo proposito va ricordato che la dinamica della propensione al risparmio è il risultato del rapporto tra la variazione del reddito disponibile e quella del

consumo: se il reddito varia più (meno) del consumo, il tasso di risparmio sale (scende) in misura correlata alla differenza d'intensità tra le due variazioni.

Sulla base dei dati Eurostat, a partire dal 4° trimestre del 2008 il reddito disponibile delle famiglie italiane è calato per sei trimestri consecutivi<sup>1</sup>; tuttavia, tranne che in due trimestri, la variazione dei consumi è stata sempre superiore a quella dei redditi. In altri termini, in risposta alla crisi che ha colpito con particolare intensità i redditi, le famiglie nel loro complesso hanno reagito cercando di preservare i livelli di consumo precedenti, riducendoli in maniera meno che proporzionale rispetto alle flessioni del reddito (e aumentandoli maggiormente in presenza di recuperi del potere di acquisto).

Questa strategia di *consumption smoothing* da una parte ha consentito alle famiglie di assorbire gli effetti della crisi in maniera meno traumatica che in altri Paesi; dall'altra parte, tuttavia, ha comportato una netta riduzione del tasso di risparmio, che secondo gli ultimi dati disponibili alla fine del 3° trimestre del 2011 ha raggiunto il 12,2%<sup>2</sup>, ben al di sotto del corrispondente dato di Francia e Germania e ormai lontano dai livelli mantenuti fino agli anni '90.

Questa recente e repentina riduzione del tasso di risparmio appare in controtendenza rispetto a quanto viene normalmente osservato in periodi di crisi economica (aumento della propensione al risparmio attraverso contrazione dei consumi). Tuttavia secondo vari commentatori questa anomalia può essere spiegata dal fatto che, negli anni precedenti la crisi, la dinamica dei consumi delle famiglie italiane era stata più moderata rispetto a quella registrata in altri Paesi, oltre che dalla circostanza che la flessione del reddito disponibile che ha colpito il nostro Paese è stata particolarmente accentuata (in termini nominali -1,8% nel 2008 e -0,3% nel 2009).

Per comprendere meglio quanto successo nel nostro Paese può essere utile confrontare le dinamiche di reddito e consumi delle famiglie con quelle di altre importanti economie europee (Germania, Francia, e Regno Unito). Nella **Figura 2** vengono rappresentate le variazioni trimestrali del reddito disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale) delle famiglie dei quattro Paesi, a

<sup>1</sup> Quattro secondo la fonte Istat. I due istituti utilizzano i medesimi dati, di fonte italiana, ma applicano diverse procedure di smoothing (destagionalizzazione) che generano serie con volatilità trimestrale più (Istat) o meno (Eurostat) accentuata, i cui trend di medio periodo sono tuttavia paragonabili. Al fine di facilitare il confronto internazionale, in questo caso sono stati privilegiati i dati calcolati secondo la metodologia comunitaria.

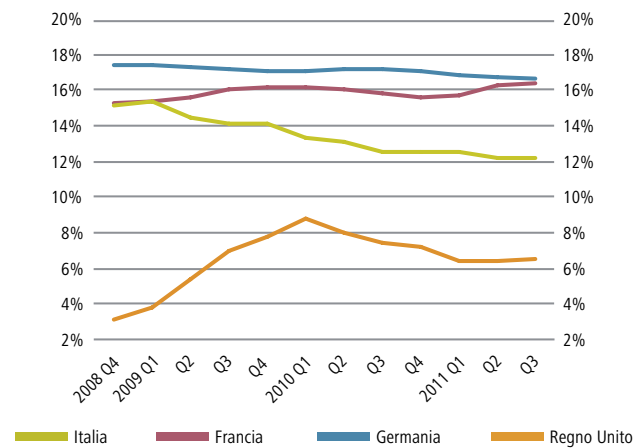
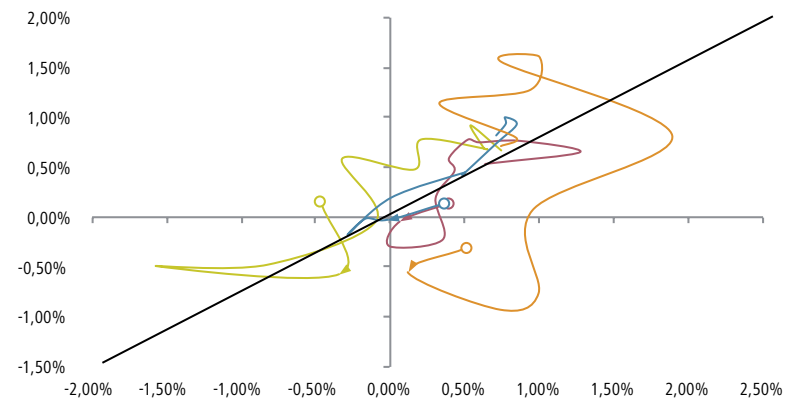
<sup>2</sup> 11,6% il dato ISTAT, si veda nota precedente.

partire dal 4° trimestre del 2008 e per i successivi tre anni. Per quanto ricordato in precedenza, i punti posizionati sopra la retta inclinata a 45° determinano un peggioramento del tasso di risparmio (i consumi crescono più del reddito); viceversa, quelli posizionati sotto di essa ne comportano un miglioramento.

I dati relativi all'Italia si collocano in prevalenza nel semipiano superiore e molto spesso abbastanza lontano dalla retta bisettrice; come appena illustrato, ciò è all'origine della progressiva riduzione del tasso di risparmio (-3% nel periodo osservato).

**Figura 2 -** Sopra: variazioni trimestrali del reddito lordo disponibile (asse orizzontale) e dei consumi (asse verticale). Sotto: tassi di risparmio lordi delle famiglie. Periodo 4° trimestre 2008 - 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat



Per contro, i dati relativi a Francia e Regno Unito risultano posizionati principalmente sotto la retta, cioè nell'area che determina un incremento del tasso di risparmio. Si può chiaramente osservare come tale aumento (rispettivamente pari a +1% e +3,4%) sia passato per una prima fase di contrazione dei consumi (particolarmente accentuata quella che ha interessato il Regno Unito), pur in un contesto di sostanziale tenuta dei redditi; successivamente la spesa è tornata a crescere, ma quasi sempre a un tasso inferiore a quello del reddito.

Le famiglie tedesche, infine, hanno sperimentato variazioni trimestrali del reddito disponibile tutto sommato limitate, tanto verso l'alto quanto verso il basso, e comprese in un intervallo simile a quello delle famiglie francesi. Tuttavia, a differenza di quanto avvenuto in Francia, i consumi delle famiglie tedesche si sono mossi in modo quasi perfettamente sincronizzato con i redditi (si osservi la limitata dispersione dei punti attorno alla retta bisettrice). Ciò ha consentito al relativo tasso di risparmio, che all'inizio della crisi partiva da valori particolarmente elevati, di mantenersi pressoché stabile nel corso dei dodici trimestri considerati (-0,8%).

Allo stato attuale risulta difficile prevedere se il tasso di risparmio delle famiglie italiane - la cui recente riduzione, come appena illustrato, è figlia della congiuntura economica - ne seguirà le sorti, tornando a crescere con la futura uscita dal ciclo recessivo (fase di cui, peraltro, non si scorgono ancora i segni), oppure si stabilizzerà attorno agli attuali livelli, trasformandosi in un fattore strutturale della nostra economia.

Tuttavia, in questa sede si può già rilevare come negli ultimi tre anni la contrazione della capacità di risparmio, combinata con il calo del reddito, abbia determinato una riduzione dei flussi di risparmio complessivi delle famiglie di circa il 20%, e che nel medesimo periodo la parte di risorse investita in attività finanziarie si è contratta in misura analoga (Figura 3).

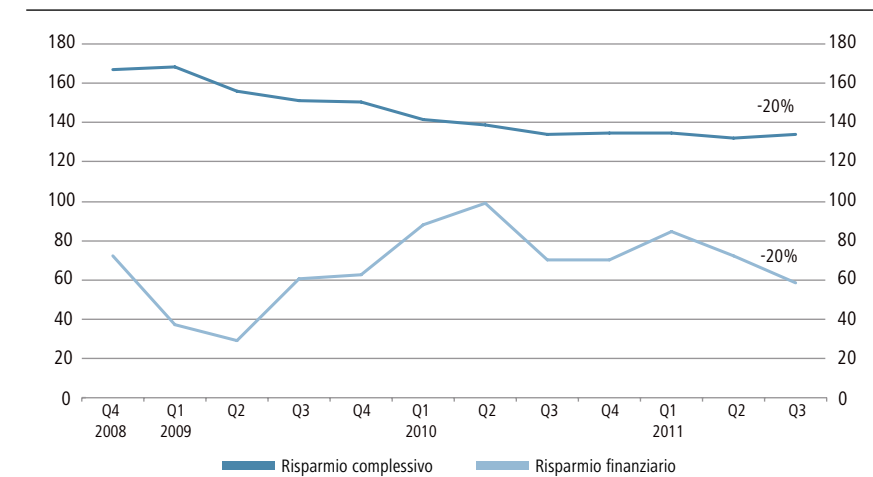
Tutto ciò, evidentemente, rappresenta una duplice sfida per il *presente* dell'industria della gestione: meno risparmio e in particolare meno risparmio finanziario. Doppia sfida a cui ne va aggiunta una terza, rappresentata dalla composizione non ottimale della ricchezza reale e finanziaria delle famiglie.

### La ricchezza reale e il portafoglio finanziario

Nonostante le criticità evidenziate dalla dinamica di medio termine del tasso di

Figura 3 - Risparmio complessivo e risparmio finanziario delle famiglie in miliardi di euro (somme mobili di 4 trimestri). Periodo 4° trimestre 2008 – 3° trimestre 2011.

Fonte: Eurostat, Banca d'Italia



risparmio privato del nostro Paese, i valori elevati registrati fino alla metà degli anni '90 hanno permesso l'accumulo di un consistente *stock* di ricchezza, le cui dimensioni sono ancora oggi di prim'ordine nel contesto delle maggiori economie mondiali.

Le stime della ricchezza e delle sue componenti possono essere effettuate utilizzando diverse fonti e approcci metodologici, e costituiscono spesso un esercizio particolarmente complesso, soprattutto in un contesto comparativo; in questi casi, quindi, può essere prudente fare riferimento a più di una fonte.

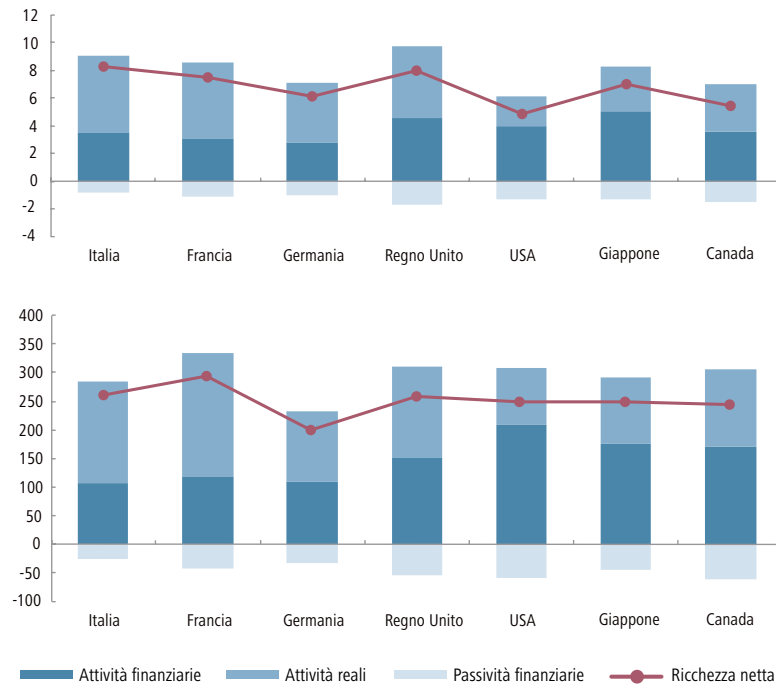
In base all'indagine annuale della Banca d'Italia, la ricchezza delle famiglie italiane al netto dell'indebitamento è pari a 8,3 volte il reddito disponibile, valore che pone l'Italia in cima alla graduatoria dei Paesi del G7. Leggermente diverso il verdetto della classifica stilata in termini monetari *pro capite*, che comunque vede il nostro Paese a quota 250.000\$, in una rispettabile seconda posizione alle spalle della Francia (Figura 4, pag.26). L'indebitamento delle famiglie italiane per contro è relativamente modesto, e ciò contribuisce in maniera determinante al buon piazzamento del nostro Paese nei confronti internazionali.

Oltre che per la rilevanza del suo ammontare, la ricchezza delle famiglie italiane si distingue anche per l'elevata incidenza delle attività reali (in particolare le abitazioni) e, anche per effetto di questa circostanza, per un livello di distribuzione

*La ricchezza delle famiglie italiane è costituita per la maggior parte da attività reali, in particolare abitazioni*

Figura 4 - Sopra: ricchezza delle famiglie in rapporto al reddito disponibile. Anno 2009 (Germania: 2008). Sotto: ricchezza *pro capite* della popolazione adulta (migliaia di dollari). Anno 2011.

Fonte: Banca d'Italia, Istat, Eurostat, OCSE, Shorrocks, Davies e Lluberas



relativamente più equilibrato rispetto a quello di altri Paesi: la ricchezza mediana è stimata a 155.000\$ per adulto (il valore più elevato tra le economie del G7) e l'indice di concentrazione di Gini è pari al 61% (il valore più basso dopo il Giappone, si veda Tavola 1).

Il peso particolarmente elevato delle attività reali - e tra queste delle abitazioni - viene spesso considerato un elemento di sicurezza, perlomeno percepita. A tale proposito, tuttavia, sarebbe opportuno interrogarsi circa gli effetti sul valore e sull'effettiva liquidabilità di questa ricchezza (molto spesso concentrata in un unico immobile) delle dinamiche demografiche future, che vedono un rallentamento della crescita della popolazione e un suo progressivo invecchiamento.

In un contesto in cui il tasso di sostituzione delle pensioni pubbliche che verranno pagate agli "anziani del futuro" sarà inferiore (anche di molto) rispetto a

Tavola 1 - Ricchezza mediana *pro capite* della popolazione adulta in migliaia di dollari. Quota percentuale degli adulti con uno stock di ricchezza superiore a 100.000\$ e indice di concentrazione di Gini. Anno 2011.

Fonte: Shorrocks, Davies e Lluberas (2011)

	Mediana	% > 100.000 \$	Indice di Gini
Italia	155.953	61,6%	61,3%
Francia	90.271	48,8%	75,4%
Germania	57.283	41,1%	75,0%
Regno Unito	121.852	55,2%	67,0%
USA	57.752	36,3%	82,4%
Giappone	128.688	59,3%	60,1%
Canada	89.014	48,0%	72,3%

quello assicurato fino al più recente passato, la componente *reale* della ricchezza delle famiglie potrebbe rivelarsi una forma di tutela del tenore di vita meno efficace di quanto previsto. Tanto più se si considera che è difficile da stimare e quindi maggiormente esposta al rischio di sopravvalutazione.

In questo quadro, la componente finanziaria della ricchezza, con le sue caratteristiche di efficienza e congruenza con i bisogni delle famiglie, assume un ruolo cruciale nell'assicurare che il risparmio accumulato negli anni possa assolvere in maniera efficace alle funzioni precauzionali e previdenziali che gli sono proprie. Sulla base dei più recenti dati disponibili per il 2011, le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane ammontano a circa 3.500 miliardi di euro e risultano composte per il 40% circa da investimenti *diretti*, ripartiti equamente tra obbligazioni o azioni (Tavola 2, pag.28).

L'investimento in obbligazioni, in particolare, rappresenta una caratteristica distintiva del portafoglio delle famiglie italiane: il suo peso, particolarmente elevato, non ha uguali nelle altre economie sviluppate.

Fino alla fine degli anni '90 questo tipo d'investimento era diretto quasi esclusivamente verso i titoli di stato. In seguito, con l'aumento della propensione al rischio a cavallo degli anni 2000, l'incidenza delle obbligazioni ha subito una temporanea flessione, accompagnata da un processo di sostituzione delle emissioni governative con titoli *corporate*, soprattutto bancari. Nel corso del decennio successivo questa tendenza si è intensificata, in particolare negli anni più recenti; alla fine del terzo trimestre del 2011 più della metà delle obbligazioni detenute dalle famiglie italiane erano emesse da istituti di credito.

Tavola 2 - Ricchezza netta, attività finanziarie delle famiglie in rapporto al reddito disponibile. Composizione delle attività finanziarie.

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, OCSE.

		Ricchezza netta	Attività finanziarie	Moneta e Depositi	Obbligazioni (bancarie)	Azioni	di cui quotate	Fondi pensione e assicurazioni vita	Fondi comuni
Italia	1995			39,1%	23,2% (2,1%)	19,7%	2,9%	9,0%	3,9%
	2000	7,2	3,6	23,2%	16,8% (6,6%)	29,8%	5,5%	10,1%	16,0%
	2005	7,9	3,7	25,0%	19,8% (7,5%)	25,7%	2,5%	14,9%	10,7%
	2010	8,3*	3,5*	30,6%	19,9% (10,1%)	21,2%	2,0%	17,4%	6,6%
	2011 Q3			31,5%	21,0% (10,7%)	19,0%	1,7%	18,0%	6,3%
Francia	2011 Q3	7,5*	3,1*	30,3%	1,6%	15,9%		34,6%	6,9%
Germania	2011 Q3	6,2*	3,0*	41,1%	5,3%	8,4%		34,3%	8,3%
Regno Unito	2011 Q3	8,0*	4,6*	29,7%	0,8%	10,0%		51,2%	3,5%
USA	2011 Q3	4,9*	4,0*	14,5%	10,2%	30,9%		28,9%	11,7%

\* Dati aggiornati al 2009. Il dato della ricchezza netta della Germania è aggiornato al 2008.

L'investimento azionario, invece, vede la costante prevalenza delle attività non quotate. Si tratta del patrimonio delle imprese a controllo familiare, generalmente di dimensioni medio/piccole, che formano la parte più importante del fitto tessuto produttivo italiano. A questa circostanza fa da contraltare l'incidenza delle azioni quotate che, se si escludono i primi anni del 2000, è risultata sempre particolarmente bassa. Una dinamica di mercato che è possibile ricollegare alla prevalente natura banco-centrica del modello di finanziamento della nostra economia, e al conseguente modesto sviluppo del mercato borsistico.

Gli investimenti *indiretti* effettuati per il tramite degli investitori istituzionali (fondi pensione, imprese di assicurazione e fondi comuni) rappresentano complessivamente poco meno del 25% del portafoglio finanziario delle famiglie. In Francia, Germania, Regno Unito o USA questo indicatore si attesta stabilmente tra il 40 e il 50%.

L'entità di questo divario costituisce un'altra importante caratteristica distintiva degli investimenti delle famiglie italiane. Generalmente giudicata in senso negativo, questa si va ad aggiungere all'elevata incidenza dell'investimento diretto nel mercato obbligazionario (evidenziata poco sopra), della quale rappresenta, per certi versi, l'altra faccia della medesima medaglia.

Nel corso degli ultimi quindici anni, la partecipazione delle famiglie italiane a prodotti di investimento *di lungo termine* a carattere previdenziale o assicurativo

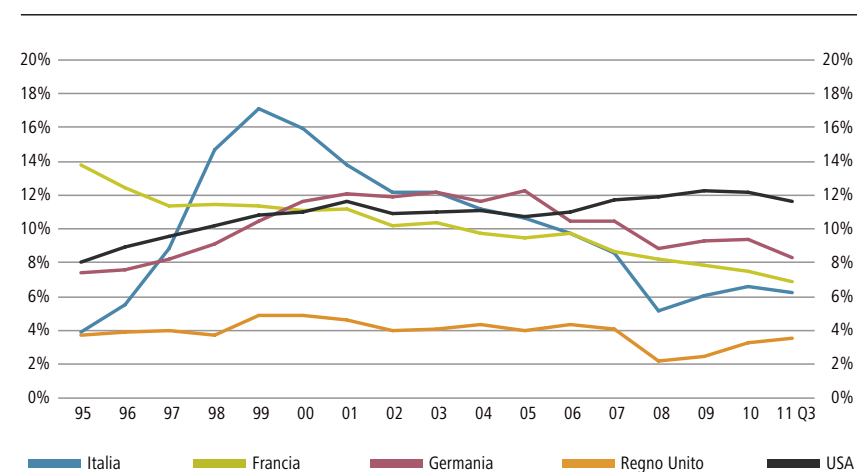
è cresciuta molto lentamente, e il relativo peso sul portafoglio finanziario non ha mai raggiunto livelli paragonabili a quello di altri Paesi sviluppati. Inutile dire che questa situazione rappresenta un elemento di seria preoccupazione per il futuro benessere degli attuali lavoratori che, per effetto degli interventi sul sistema previdenziale pubblico varati nel passato, vedranno ridursi in maniera importante il proprio assegno pensionistico.

Rispetto ai prodotti deputati a raccogliere il risparmio previdenziale, i fondi comuni si sono caratterizzati per una dinamica più accentuata, anche se, a conti fatti, non per questo più favorevole allo sviluppo di un adeguato grado d'istituzionalizzazione del portafoglio delle famiglie italiane.

Infatti, la quota della ricchezza finanziaria investita in questi prodotti è cresciuta rapidamente fino a raggiungere livelli particolarmente elevati nel 1999 (massimo storico a 17,2%); in seguito, tuttavia, è andata calando progressivamente, fino a raggiungere nel 2011 il 6% circa. Da un confronto internazionale emerge che questa lunga parabola costituisce una peculiarità del mercato italiano, che non trova riscontro in altri Paesi (Figura 5).

Figura 5 - Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi comuni. Anni 1995-2010.

Fonte: Eurostat, OCSE



A questo proposito, al di là di una naturale variabilità tra i livelli medi evidenziati da questa statistica per le diverse economie considerate, ciò che il confronto consente di evidenziare chiaramente è il ruolo di supplenza, per certi aspetti



anomalo, svolto dai fondi comuni nel nostro mercato finanziario. In un contesto di persistente debolezza dei tradizionali investitori istituzionali di lungo termine (fondi pensione e compagnie di assicurazione), questi hanno infatti rappresentato, per molto tempo, la sola possibile alternativa di mercato all'intermediazione del risparmio svolta dal sistema bancario.

Ora che per effetto della contrazione degli ultimi anni questo ruolo si è ridimensionato ed è tornato, secondo alcune interpretazioni, a un livello relativamente fisiologico<sup>3</sup>, la fondamentale questione dello sviluppo degli investitori istituzionali si è fatta particolarmente urgente.

Infatti, è dal loro peso che dipendono sia il grado di maturità dell'industria della gestione, sia soprattutto il miglioramento della qualità del risparmio finanziario delle famiglie italiane. La gestione professionale, la diversificazione e l'orientamento al lungo termine che gli investitori istituzionali sono per loro natura in grado di offrire, infatti, sono ingredienti essenziali per favorire un'allocazione efficiente delle risorse, a sostegno della crescita economica del nostro Paese e con l'obiettivo di assicurare un futuro pensionistico dignitoso ai lavoratori di oggi.

### Il mercato italiano del risparmio gestito nel 2011

Alla fine del 2011 il mercato italiano del risparmio gestito contava masse complessive per poco meno di 940 miliardi di euro, pari a circa un quarto delle attività finanziarie delle famiglie e al 60% del PIL. Queste importanti masse di risparmio risultavano equamente ripartite tra prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 45% e il 5% del totale complessivo) e servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente pari al 40% e al 10% del totale).

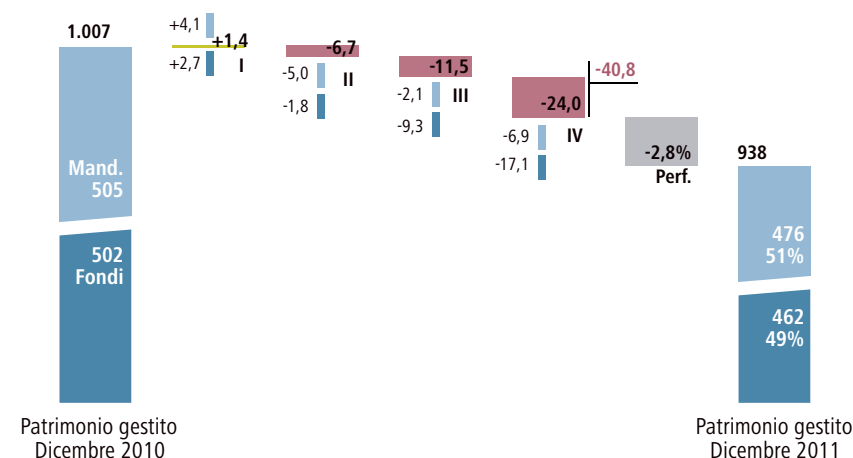
Rispetto al dato di chiusura del 2010, lo scorso anno le masse sono calate del 7% circa. Una flessione da attribuire alla negativa combinazione dei bassi rendimenti dei mercati finanziari nel corso del 2011 (-2,8% l'incidenza generale sulle masse) con l'andamento avverso della raccolta che, con la trascurabile eccezione del primo trimestre (+1,4 miliardi), ha fatto segnare nell'arco dei

<sup>3</sup> Come indicato nella Figura 5, questo valore è di poco inferiore a quello di Francia e Germania e supera quello del Regno Unito.

dodici mesi una perdita di 41 miliardi, una delle peggiori performance degli ultimi anni e inferiore solamente a quelle del 2007 e del 2008 (Figura 6).

Figura 6 - Patrimonio gestito, raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anno 2011.

Fonte: Assogestioni



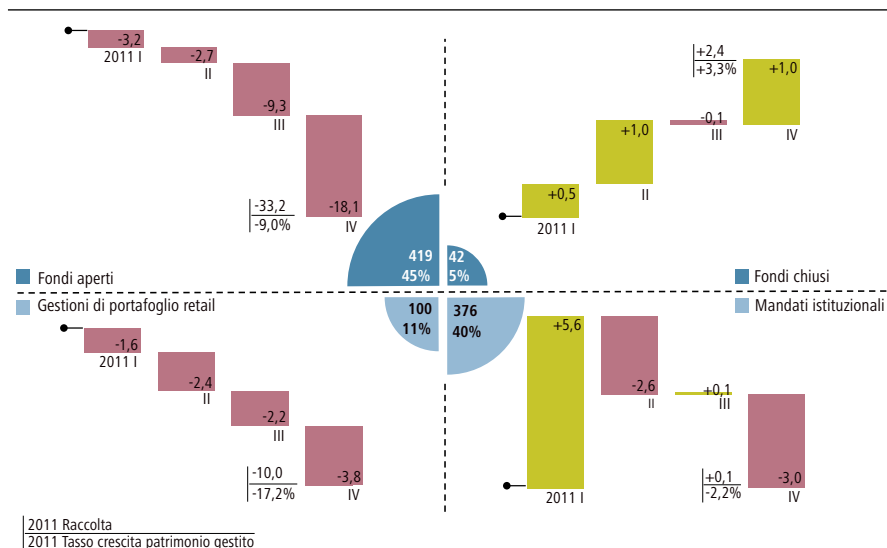
Nel 2011 le fuoriuscite hanno interessato in modo particolare il segmento dei fondi aperti: -33 miliardi, con valori trimestrali in progressione negativa (-18 miliardi solamente negli ultimi tre mesi). Considerando l'effetto negativo delle performance, il calo delle masse si è attestato al -9%. Sorte analoga è toccata alle gestioni di portafoglio *retail* (deflussi per 10 miliardi, masse in flessione del 17%).

Sia pure a fasi alterne, i riscatti hanno colpito anche i mandati istituzionali, azzerando i risultati positivi d'inizio anno (+5,6 miliardi il primo trimestre, praticamente nullo il dato sull'intero anno). Per contro il segmento di mercato dei fondi chiusi - di dimensioni più ridotte e costituito in prevalenza da fondi immobiliari riservati alla clientela istituzionale - si è rivelato il più vivace in termini di raccolta (+2,4 miliardi), con un incremento pari al 3% circa delle masse gestite (Figura 7, pag.32).

Nella loro crudezza questi numeri dipingono un quadro negativo per il settore nel suo complesso. Tuttavia, la loro corretta interpretazione richiede di separare gli elementi che derivano dalla congiuntura economica generale da quelli di natura prevalentemente strutturale, che caratterizzano nello specifico il mercato del risparmio gestito.

Figura 7 - Raccolta netta trimestrale (in miliardi di euro) suddivisa per prodotto. Patrimonio gestito e peso percentuale di ogni prodotto sul totale del patrimonio gestito dell'industria italiana. Anno 2011.

Fonte: Assogestioni



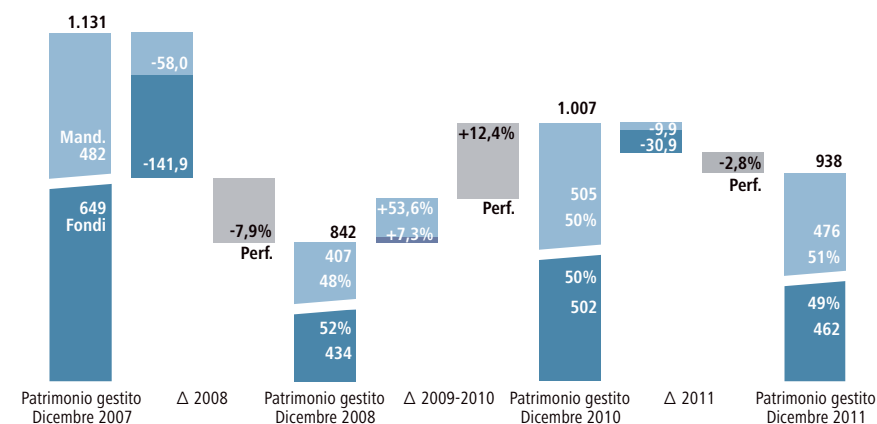
Per quanto riguarda i primi, è opportuno ricordare che lo scorso anno il nostro Paese ha visto gli effetti di un'economia reale da tempo in sofferenza sommarsi con quelli di un'acuta instabilità politico-istituzionale, al punto da portare i mercati internazionali a mettere pericolosamente in dubbio la solvibilità dello Stato e spingendo il costo di finanziamento del debito a livelli insostenibili nel lungo termine. Tutto ciò è avvenuto nello stesso periodo in cui anche la tenuta della moneta unica, di fondamentale importanza per la stabilità macroeconomica, è stata a più riprese messa a repentaglio dalle incertezze e dalle divisioni della politica del vecchio continente.

In un contesto di tale difficoltà, le perdite di masse registrate dall'industria della gestione potrebbero essere giudicate (pur nella loro gravità) meno drammatiche rispetto a quelle subite nel 2008 quando, a fronte di una crisi di proporzioni meno sistemiche e relativamente circoscritta all'ambito finanziario, i deflussi toccarono la cifra record di 200 miliardi (Figura 8).

Per quanto attiene agli elementi di natura strutturale che caratterizzano il mercato del risparmio gestito, nel corso del 2011 sono proseguiti, sia pure con intensità attenuata, due trend che interessano la proporzione tra fondi domestici ed esteri da una parte, e quella tra prodotti di gestione collettiva e mandati dall'altra.

Figura 8 - Patrimonio gestito, raccolta netta (in miliardi di euro) ed effetto performance suddivisi tra gestioni di portafoglio (mandati) e fondi comuni. Anni 2007-2011.

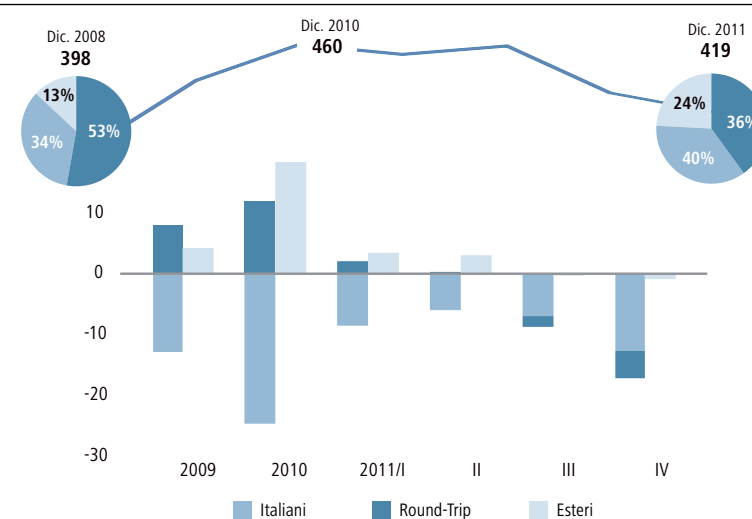
Fonte: Assogestioni



Il primo trend consiste in una ricomposizione delle tipologie all'interno dell'offerta dei fondi aperti, che si manifesta con una raccolta negativa da parte dei prodotti italiani cui fa da contrappeso (ormai solo parziale) l'afflusso di risparmio a favore dei fondi istituiti in altri Paesi (Lussemburgo in particolare) da intermediari appartenenti a gruppi italiani (fondi round-trip) o esteri ("puri"; si veda Figura 9).

Figura 9 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta per diritto del prodotto (miliardi di euro). Anni 2009-2011.

Fonte: Assogestioni



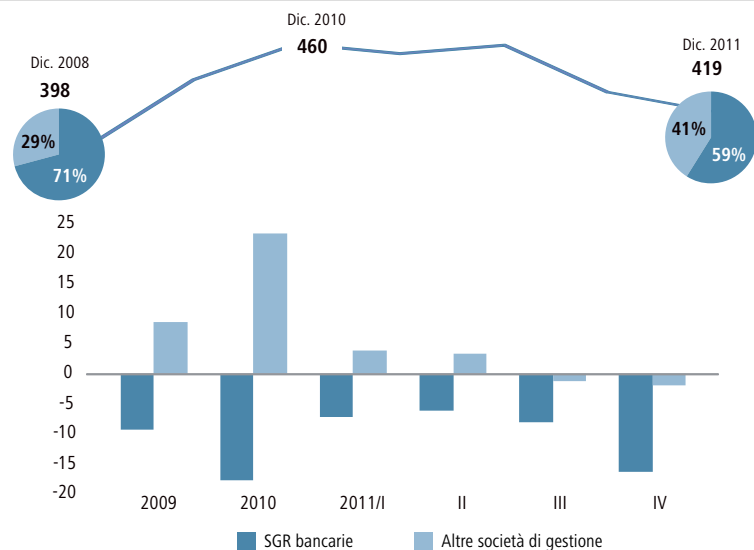
Lo scorso anno questo fenomeno, in atto quasi ininterrottamente dal 2001, si è ulteriormente evoluto nella direzione di un'ulteriore accelerazione dei deflussi dei prodotti domestici (-34 miliardi, contro i -24 del 2010), cui si sono contrapposti i fondi esteri "puri" che, nonostante le difficoltà attraversate nella seconda parte dell'anno, hanno mantenuto una raccolta positiva (+5,2 miliardi, contro i +18,5 del 2010); i prodotti esteri sponsorizzati da intermediari domestici, invece, sono scivolati in territorio negativo (-4 miliardi, contro i +11,9 del 2010). Questo ha portato il livello di penetrazione dei prodotti esteri alla fine del 2011 a valori attorno al 65% (24% la quota rappresentata da fondi di case straniere).

La ripartizione del dato di raccolta sulla base del domicilio del fondo e del gruppo di gestione, per molti aspetti, è sovrapponibile a quella basata sulla distinzione tra fondi promossi da SGR appartenenti a gruppi bancari italiani (-37,5 miliardi nel 2011, -17,6 nel 2010) e resto del mercato, formato dai prodotti promossi da intermediari esteri, indipendenti e/o il cui principale canale distributivo è rappresentato dalle reti di promotori finanziari (+4,5 miliardi nel 2011, +23,3 nell'anno precedente).

Da questi dati appare evidente la capacità del secondo insieme di società di mantenere nel tempo - anche in situazioni di difficoltà - un livello di raccolta complessivamente positivo, o comunque di limitare i deflussi (Figura 10).

Figura 10 - Fondi aperti. Patrimonio gestito e raccolta suddivisi tra SGR bancarie e altre società di gestione (miliardi di euro). Anni 2009-2011.

Fonte: Assogestioni



Queste evidenze statistiche, pur nel loro carattere generale, dimostrano quanto sia urgente per i gestori italiani, che ancora collocano la gran parte dei propri prodotti tramite il canale bancario *captive*, differenziare le proprie politiche commerciali. A maggior ragione se si considera il rischio che la competizione con la raccolta bancaria diretta - e lo spiazzamento dei fondi e di altri prodotti d'investimento che a essa tende ad accompagnarsi - possa riprendere vigore.

A tale proposito, non è da sottovalutare la possibilità che l'accelerazione dei deflussi dai fondi aperti, iniziata a partire dal secondo semestre del 2011, sia da attribuire all'acuirsi delle difficoltà di *fundraising* delle banche. Sul punto sarà interessante verificare se gli aiuti forniti di recente dalla BCE per allentare le tensioni sul mercato finanziario si rifletteranno anche sull'andamento della raccolta dei fondi delle SGR bancarie.

Il secondo *trend* che anche nel 2011 ha interessato il mercato del risparmio gestito va individuato sul piano della generale ripartizione dell'offerta dell'industria tra prodotti di gestione collettiva e gestioni di portafoglio.

Da alcuni anni, e in particolare a partire dalla crisi del 2008, la proporzione tra queste due macro tipologie di prodotti si è andata lentamente evolvendo a vantaggio della seconda, al punto che la differenza del tasso di raccolta dei mandati rispetto a quello della gestione collettiva ha portato, nel corso del 2010 e per la prima volta nella storia dell'industria italiana, al sorpasso delle masse gestite riferite al primo segmento su quelle del secondo.

Si è trattato di un sorpasso di piccola entità sotto il profilo quantitativo (confermato nel 2011: nonostante la raccolta molto modesta, a dicembre i mandati pesavano il 51% del mercato), che tuttavia assume un importante significato dal punto di vista qualitativo: l'industria dell'*asset management*, infatti, sembra cercare una via d'uscita dalla crisi puntando (anche) verso un maggior grado di istituzionalizzazione del proprio portafoglio clienti.

A questo proposito, e a complemento di quanto osservato in precedenza con riferimento al rapporto tra istituzionalizzazione del portafoglio e qualità del risparmio delle famiglie, è interessante notare come dalle statistiche internazionali emerga un legame robusto tra le dimensioni degli investitori istituzionali e il grado di sviluppo dell'industria locale del risparmio gestito (Tavola 3, pag.36).

Tavola 3 - Industria del risparmio gestito (fondi e gestioni di portafoglio). Patrimonio gestito da società residenti in percentuale del PIL (miliardi di euro) e peso percentuale degli investitori istituzionali. Quota delle attività finanziarie delle famiglie investita in fondi pensione e assicurazioni vita. Anno 2009.

Fonte: Efama, Eurostat

	Mld €	% PIL	% investitori istituzionali	% att. finanz. famiglie in fondi pensione e ass. vita
Italia	658	43	51	16
Germania	1.460	61	62	33
Francia	2.816	148	64	34
Regno Unito	3.783	241	77	52

Le probabilità di successo di un percorso di ripresa e sviluppo del comparto italiano dipendono in maniera cruciale dalla crescita degli investitori istituzionali. Crescita che finora è risultata troppo timida, tanto in ottica comparativa (permane il *gap* con i principali Paesi sviluppati), quanto soprattutto alla luce della futura progressiva riduzione della copertura pubblica del sistema previdenziale.

### L'incentivazione del risparmio a lungo termine

La lunga serie d'interventi sul sistema previdenziale pubblico, che si sono succeduti a varie riprese nel corso degli ultimi quindici anni, avrà un duplice effetto nel medio e nel lungo termine. Da una parte, quello di riportare sotto controllo la spesa pensionistica in rapporto al PIL e di renderla quindi sostenibile anche nel lungo periodo; a questo proposito, gli interventi effettuati nel 2010 in materia di revisione periodica dei coefficienti di trasformazione, per adeguarli in maniera automatica alla speranza di vita, e i successivi interventi varati alla fine del 2011 hanno fornito un contributo fondamentale al contenimento della spesa prospettica (Figura 11).

Dall'altra parte (e per converso), questi interventi determineranno una considerevole riduzione del tasso di sostituzione, cioè del rapporto tra ultimo stipendio e prima pensione, che i lavoratori appartenenti alle coorti meno anziane si potranno ragionevolmente attendere all'età del pensionamento (Figura 12<sup>4</sup>).

<sup>4</sup> In questa figura non si tiene conto degli ulteriori effetti peggiorativi dei più recenti interventi approvati dal governo Monti, in particolare dell'estensione del sistema di calcolo contributivo pro-rata a tutti i lavoratori a partire dal 2012.

Figura 11 - Dinamica della spesa pensionistica in percentuale del PIL dopo le riforme del 2007, 2010 e 2011.

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato

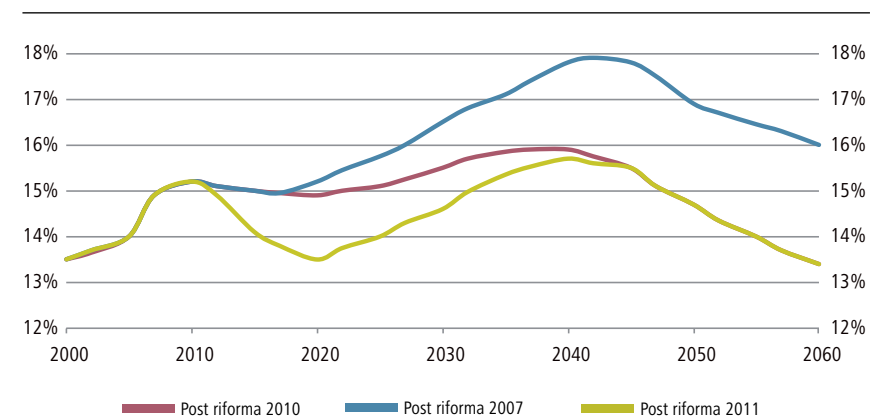
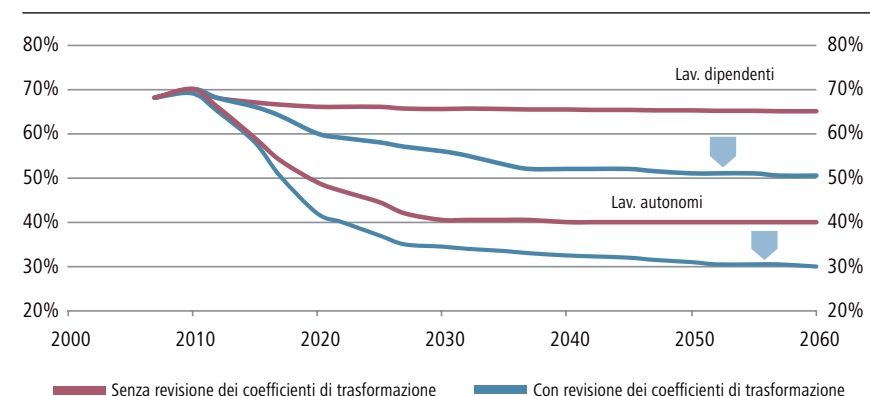


Figura 12 - Effetto della revisione dei coefficienti di trasformazione sui tassi di sostituzione del I pilastro.

Fonte: Ragioneria Generale dello Stato



In questo contesto, il tradizionale scarso sviluppo nel nostro Paese degli strumenti di previdenza complementare, e più in generale degli investitori istituzionali, rappresenta una reale minaccia al futuro benessere dei lavoratori di oggi, purtroppo ancora troppo sottovalutata.

Da qui l'urgenza di una politica che riconosca un trattamento privilegiato al risparmio previdenziale e più in generale alle forme d'investimento di lungo termine, in virtù del loro evidente valore sociale, da attuarsi anche attraverso adeguati strumenti normativi che ne favoriscano lo sviluppo. Riguardo a

questo tema, sono due gli interventi prioritari che l'associazione ha ritenuto opportuno suggerire.

Il primo consiste nel rafforzamento e nella razionalizzazione del quadro disciplinare della previdenza complementare, che oggi, nonostante siano passati solo pochi anni dall'ultima importante riforma, risulta ancora troppo articolato e rappresenta un freno alla competizione, ponendo a volte seri ostacoli all'efficienza operativa delle forme previdenziali.

Il secondo intervento consiste nell'istituzione di uno specifico regime fiscale di favore per l'investimento del risparmio a lungo termine, sia che questo abbia natura prettamente previdenziale (accumulo per la vecchiaia) sia che venga realizzato con altre finalità non meno meritevoli (ad esempio a copertura delle spese per l'educazione dei figli).

L'esperienza dei Paesi in cui questa proposta è una realtà già da tempo (è il caso, ad esempio, degli *Individual Savings Accounts* – ISA nel Regno Unito o dei *Plans d'Épargne en Actions* – PEA in Francia) mostra chiaramente che i benefici derivanti dalle maggiori opportunità di rendimento per i propri risparmi si possono ben combinare con un'ampia dose di flessibilità delle possibilità di versamento o prelievo.

Anche i risparmiatori italiani avrebbero così la possibilità di allocare i propri risparmi in un conto sul quale, superato un certo periodo (ad esempio 5 anni), potrebbero godere di un'aliquota agevolata. Il titolare di un simile conto sarebbe libero, all'interno, di diversificare al meglio i propri investimenti e di cambiare le proprie scelte iniziali purché, ai fini dell'aliquota agevolata, mantenga nel tempo l'ammontare dei suoi risparmi.

A differenza della previdenza pubblica e di quella complementare non si tratterebbe di una forma di risparmio forzoso ma, piuttosto, di un risparmio volontario agevolato. Una soluzione che andrebbe a completare la gamma di strumenti a disposizione delle famiglie per investire sul lungo periodo, offrendo nuove e interessanti prospettive di rendimento per i propri risparmi.

## Conclusioni

Per l'industria della gestione del risparmio i prossimi mesi saranno cruciali per comprendere se le dinamiche che si sono evidenziate (o rafforzate) nel corso del-

la crisi si confermeranno anche nell'ambito di mercati finanziari più "normali".

In particolare, mentre si può ritenere probabile un consolidamento della positiva tendenza a una maggiore istituzionalizzazione del mercato, per converso è molto difficile fare previsioni sulla futura dinamica di sostituzione tra fondi italiani ed esteri, che nel corso degli ultimi anni ha progressivamente impoverito la nostra piazza finanziaria, sia pure in maniera non irreversibile.

A tale proposito si rivelerà fondamentale la capacità dell'industria italiana di cogliere tempestivamente le opportunità che emergeranno in occasione dell'imminente piena entrata in vigore della direttiva Ucits IV, così come nel contesto della futura evoluzione dell'assetto regolamentare in materia di distribuzione dei prodotti finanziari, che verrà a determinarsi sulla base dell'esito del vivace dibattito tutt'ora in corso attorno alla revisione della direttiva MiFID.

Calibrata su tempi inevitabilmente più lunghi, ma non per questo meno importante, è infine la sfida della crescita del risparmio a lungo termine. È infatti venuta l'ora che questo elemento, fondamentale per la crescita economica del nostro Paese e per la sua sostenibilità nel tempo, acquisisca centralità nel dibattito politico ed economico e trovi concrete politiche di incentivo e di protezione, in sintonia con il dettato della Costituzione che impegna lo Stato a incoraggiare e tutelare il risparmio.



California, USA  
Metamorfosi della farfalla monarca

---

# EVOLUZIONE NORMATIVA

---

## L'implementazione della UCITS IV in Italia

**Deborah Anzaldi, Roberta D'Apice**

La direttiva UCITS IV, adottata dal Parlamento Europeo nel biennio 2009/2010 e recepita in Italia nel maggio del 2012<sup>1</sup>, ha riformato profondamente il settore e ha posto le basi per la creazione di un mercato unico europeo per i gestori di OICVM, più integrato ed efficiente rispetto al passato. La nuova disciplina, in particolare, ha introdotto il passaporto europeo per i gestori e ha disciplinato il funzionamento delle strutture *master-feeder*, con l'obiettivo di stimolare lo sviluppo dell'industria e la creazione di nuove opportunità di business. Un'evoluzione che passa anche attraverso una gestione dei rischi più attenta e la sostituzione del prospetto semplificato con il KIID, il documento che contiene le informazioni-chiave per l'investitore. Tutto ciò mentre già si sono aperti i cantieri per la prossima UCITS V.

### Le strutture *master-feeder*

La direttiva UCITS IV introduce per la prima volta a livello comunitario una disciplina delle cosiddette strutture *master-feeder*.

Queste si caratterizzano per la presenza di un OICVM (organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari) o di un comparto di un OICVM - il fondo *feeder* - che, in deroga alle disposizioni in materia di limiti d'investimento,

---

<sup>1</sup> Il processo di recepimento in Italia della direttiva UCITS IV si è completato a maggio del 2012. In particolare, il 28 aprile del 2012 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale n. 99 del 28 aprile 2012, il d.lg. 16.4.2012, n. 47 recante attuazione della direttiva UCITS IV; il 15 maggio 2012 è stata inoltre pubblicata nella Gazzetta Ufficiale la seguente regolamentazione secondaria di attuazione della direttiva UCITS IV: (i) il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, recante Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio; (ii) l'Aggiornamento dell'8 maggio 2012 della Circolare di Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006 "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", recante l'inserimento di un nuovo capitolo in materia di banca depositaria di OICR e fondi pensione; (iii) la Delibera CONSOB n. 18210 del 9 maggio 2012, recante modifiche ai regolamenti CONSOB 11971/99 ("Regolamento Emittenti") e 16190/2007 ("Regolamento Intermediari"); (iv) il Provvedimento della Banca d'Italia e della CONSOB del 9 maggio 2012, recante modifiche al "Regolamento congiunto Banca d'Italia - CONSOB in materia di organizzazione e procedure degli intermediari" del 29 ottobre 2007".

ha ricevuto l'approvazione per investire almeno l'85% del proprio patrimonio in quote di un altro OICVM o in comparti d'investimento di quest'ultimo (il fondo *master*). Il residuo 15% del patrimonio dell'OICVM *feeder* può essere investito in liquidità e in strumenti finanziari derivati a fini di copertura<sup>2</sup>.

Per quanto attiene invece all'OICVM *master*, quest'ultimo si caratterizza per essere un OICVM o un suo comparto che ha tra i suoi partecipanti almeno un OICVM *feeder*, per non essere esso stesso un *feeder* e per non detenere quote di un *feeder*. La sottoscrizione dell'OICVM *master* può essere limitata ai soli *feeder*.

Le due tipologie di OICVM, infine, possono essere gestiti tanto dalla medesima società di gestione quanto da società di gestione diverse.

La disciplina UCITS IV, tra l'altro, regola i profili attinenti al corretto ed efficiente funzionamento delle strutture *master-feeder* e i rapporti tra i soggetti coinvolti. Ad esempio, sono previste disposizioni in tema di accordo tra OICVM *master* e OICVM *feeder*, nel caso in cui gli stessi non siano gestiti dalla medesima società, nonché tra i rispettivi depositari e revisori, là dove questi soggetti siano diversi.

La normativa comunitaria, inoltre, delinea a tutela degli investitori un'articolata disciplina delle informazioni e delle comunicazioni di *marketing*, oltre che delle opzioni e della procedura che l'OICVM *feeder* deve seguire in caso di liquidazione, fusione o divisione dell'OICVM *master*.

Ulteriori disposizioni attengono poi alla conversione degli OICVM esistenti in OICVM *feeder* o in OICVM *feeder* di un diverso OICVM *master*; in questi casi, per ragioni di tutela degli investitori, la disciplina UCITS IV impone all'OICVM interessato di fornire un'adeguata informativa ai propri investitori e di consentire a questi ultimi di esercitare il diritto di rimborso entro 30 giorni, senza l'applicazione di alcuna commissione.

Le strutture *master-feeder* possono avere rilevanza meramente nazionale, nel caso in cui siano composte da OICVM costituiti nel medesimo Stato membro, oppure transfrontaliera, nell'eventualità che *master* e *feeder* siano costituiti in Stati membri diversi.

Il recepimento nel nostro Paese di queste strutture ha comportato innanzitutto una modifica della disciplina primaria contenuta nel TUF. E infatti, l'articolo 1

<sup>2</sup> Si veda l'articolo 58, paragrafo 2, della direttiva 2009/65/CE.

del decreto legislativo di attuazione della UCITS IV introduce nel titolo III del TUF il Capo III-bis, dedicato alle strutture *master-feeder*.

Queste previsioni consentono a OICR armonizzati e non (organismi d'investimento collettivo del risparmio italiani, comunitari ed extracomunitari) di costituire strutture di questo genere e di avvalersi così di nuovi modelli di articolazione dei prodotti, in linea con quanto richiesto dall'industria nella Task Force Assogestioni per l'attuazione in Italia della UCITS IV.

La caratterizzazione di un OICR come *feeder* deve essere espressamente indicata nel regolamento di gestione dello stesso OICR<sup>3</sup>.

L'articolo 50-bis del TUF stabilisce che l'autorizzazione all'investimento dell'OICR *feeder* nell'OICR *master* debba essere rilasciata dalla Banca d'Italia, al ricorrere delle seguenti condizioni:

- nel caso in cui sussistano accordi, rispettivamente, tra i gestori, i depositari e i revisori legali o le società di revisione degli OICR interessati, che consentano la disponibilità dei documenti e delle informazioni necessari a svolgere i rispettivi compiti;
- nel caso in cui gli OICR interessati abbiano il medesimo gestore, tale gestore adotti norme interne di comportamento che assicurino la medesima disponibilità di documenti e informazioni di cui al punto precedente;
- nel caso in cui gli OICR interessati possiedano le caratteristiche previste dalla regolamentazione secondaria della Banca d'Italia.

Alla regolamentazione secondaria della Banca d'Italia è affidato il compito di disciplinare, oltre che le caratteristiche degli OICR *feeder* e degli OICR *master*, anche la procedura di autorizzazione delle strutture in questione, il contenuto degli accordi o delle norme interne di comportamento citate sopra, i requisiti specifici dell'OICR *master* e dell'OICR *feeder* e le regole loro applicabili, le regole specifiche da applicare all'OICR *feeder* in caso di liquidazione, fusione, scissione, sospensione delle quote dell'OICR *master* nonché le regole applicabili all'OICR *feeder* e all'OICR *master* per coordinare la tempistica di calcolo e di pubblicazione dei rispettivi NAV, gli obblighi di comunicazione e lo scambio di informazioni tra il gestore e gli altri soggetti coinvolti in strutture *master-feeder*, nonché tra tali soggetti e la Banca d'Italia, la CONSOB e le autorità competenti dell'OICR *master* e dell'OICR *feeder* comunitari ed extracomunitari.

<sup>3</sup> Ai sensi dell'articolo 39, comma 2, lett. h-bis), del TUF.



Agli OICR master e *feeder* si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del TUF in tema di fondi comuni di investimento, SICAV e fusione e scissione di OICR. Agli OICR *master* comunitari armonizzati che non commercializzano le proprie quote a soggetti diversi dagli OICR *feeder*, non si applica la disciplina in tema di passaporto del prodotto; diversamente, agli OICR *master* comunitari non armonizzati o extracomunitari si applica la disciplina per la commercializzazione transfrontaliera<sup>4</sup>.

L'articolo 50-*bis* del TUF detta poi una specifica disciplina in tema di revisione legale degli OICR *master* e degli OICR *feeder*. In particolare, la menzionata previsione stabilisce che il revisore legale o la società di revisione legale dell'OICR *feeder* devono indicare, nella propria relazione sulla revisione, le irregolarità evidenziate nella relazione di revisione dell'OICR *master* e l'impatto delle irregolarità riscontrate sull'OICR *feeder*. Nel caso in cui gli esercizi degli OICR interessati si chiudano in date diverse, il revisore legale o la società di revisione legale dell'OICR *master* devono redigere una specifica relazione di revisione con riferimento alla data di chiusura dell'esercizio dell'OICR *feeder*.

Infine la Banca d'Italia e la CONSOB, in conformità con le disposizioni comunitarie, devono comunicare al gestore dell'OICR *feeder* o all'autorità competente dell'OICR *feeder*, che sia comunitario e armonizzato, i provvedimenti assunti per il mancato rispetto delle disposizioni nazionali in tema di strutture *master-feeder* nei confronti delle predette autorità, nonché le informazioni ricevute dai soggetti incaricati della revisione e attinenti a possibili violazioni della disciplina di vigilanza, relativa al gestore dell'OICR *master* e all'OICR *master*.

## La gestione dei rischi

Per garantire eque condizioni di concorrenza per le società di gestione di fondi comuni e una maggiore certezza per gli investitori, la direttiva UCITS IV introduce norme armonizzate in tema di gestione dei rischi per tutte le società, anche per quelle che non si avvalgono del cosiddetto "passaporto del gestore".

La direttiva, attraverso le relative norme di esecuzione e linee guida, delinea un articolato e organico quadro normativo dei sistemi di controllo e di gestione del rischio delle società di gestione e dei fondi da queste gestiti.

<sup>4</sup> Si veda l'articolo 42, commi da 5 a 8, del TUF.

In particolare la direttiva 2010/43/CE, che detta le norme di esecuzione di secondo livello, identifica principalmente i criteri di valutazione dell'adeguatezza della procedura di gestione dei rischi della società di gestione, mentre le misure di terzo livello (contenute nelle linee guida CESR/10-788<sup>5</sup> e ESMA/2011-112<sup>6</sup>) forniscono indicazioni sul metodo di calcolo dell'esposizione complessiva dei fondi e del rischio di controparte in caso di strumenti finanziari derivati OTC, oltre che sui principi connessi alla capacità del fondo di adempiere alle obbligazioni collegate all'operatività in strumenti finanziari derivati.

In questo contesto, la funzione di gestione del rischio è chiamata a svolgere un ruolo nuovo e attivo, descritto in modo dettagliato dall'articolo 12 della direttiva 2010/43/CE.

Rispetto alla disciplina nazionale, la normativa comunitaria introduce diverse aree di cambiamento e d'innovazione. In alcuni casi la regolamentazione europea introduce dei cambiamenti ai processi di gestione del rischio già normalmente adottati dalle società di gestione; in questo ambito si possono inquadrare gli obblighi relativi alla necessità di stabilire un processo formale di gestione del rischio, con una distinta - e ove possibile indipendente - funzione di gestione del rischio, l'identificazione e la documentazione dei rischi rilevanti, e un'informazione periodica al *senior management*.

In questo caso, pertanto, sarà necessario coordinare ed eventualmente integrare quanto sviluppato fino a oggi con quanto previsto dalla nuova disciplina comunitaria, nel rispetto del principio di proporzionalità e di adeguatezza, e in relazione alla natura e alla complessità delle attività svolte dalle società di gestione e dei fondi gestiti.

In altri casi le misure di secondo e di terzo livello, destinate ad armonizzare i criteri specifici per la misurazione del rischio del portafoglio di un fondo (come quelli relativi al calcolo dell'esposizione complessiva), introducono profonde innovazioni nell'attuale disciplina nazionale e richiedono consistenti revisioni ai processi sviluppati attualmente dalle società di gestione e, più in generale, da tutti gli attori coinvolti direttamente o indirettamente nel processo di gestione del rischio o di controllo del rispetto dei limiti (banca depositaria).

<sup>5</sup> CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS - CESR/10-788, 28 luglio 2010.

<sup>6</sup> Guidelines to competent authorities and UCITS management companies on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS - ESMA/11-112, 14 aprile 2011.

A titolo d'esempio, il limite prudenziale relativo all'esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati, effettuato attraverso il metodo degli impegni (limite che non può essere superiore al valore complessivo netto del fondo), è stato oggetto di un'ampia rivisitazione, in base alla quale:

- sono stati individuati i principi generali in tema di regole di compensazione (*netting*) e di copertura degli strumenti finanziari derivati (*hedging*) tra strumenti finanziari derivati e tra strumenti finanziari derivati e connesse posizioni per cassa; in alcuni casi è prevista la possibilità di utilizzare la compensazione in base alla durata finanziaria (*duration netting*). E' stata inoltre introdotta la possibilità di escludere dal calcolo l'esposizione derivante dall'investimento in strumenti finanziari derivati, laddove siano rispettate alcune condizioni;
- sono state indicate in modo dettagliato le metodologie di conversione degli strumenti finanziari derivati in posizioni per cassa;
- è stato stabilito che nel calcolo concorre l'eventuale esposizione addizionale generata attraverso l'impiego di tecniche di gestione efficiente del portafoglio, quali operazioni in PCT, prestito titoli e assimilabili;
- è stato escluso dal calcolo il rischio di controparte (che rileva solo ai fini del rischio di concentrazione).

Nel maggio del 2011, al fine di recepire la nuova disciplina sulla gestione dei rischi contenuta nella UCITS IV, le autorità di vigilanza nazionali hanno posto in consultazione le modifiche al Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva, e al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia.

Per quanto riguarda il Regolamento congiunto, sono state proposte modifiche per rendere espliciti i compiti degli organi aziendali e delle funzioni di controllo con riferimento alla gestione dei rischi. In particolare sono stati emendati i compiti dell'organo con funzione di supervisione strategica (art. 31), dell'organo con funzione di gestione (art. 31-*bis*) e della funzione di gestione del rischio (art. 31-*ter*).

Riguardo al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, invece, le principali proposte di modifica hanno riguardato il Titolo V, Capitolo 3 e gli allegati V.3.1 e V.3.2.

Nel Capitolo 3 è stato introdotto un paragrafo volto a recepire i principi sul sistema di gestione dei rischi (Sezione I, par. 4); è stata poi aggiornata la disciplina

relativa alle modalità di calcolo dell'esposizione complessiva in derivati (Sezione II, par. 5) e sono stati introdotti alcuni chiarimenti relativi alla disciplina delle tecniche di gestione efficiente del portafoglio (Sezione II, par. 6.6).

L'allegato V.3.1 definisce invece i criteri per la determinazione degli impegni assunti nella gestione del fondo in relazione a operazioni in strumenti derivati, mentre l'allegato V.3.2 determina il metodo di calcolo del rischio di controparte generato da operazioni relative a strumenti finanziari derivati OTC.

Riguardo le proposte di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva, il recepimento delle misure di terzo livello comunitarie è avvenuto, in generale, assicurando la massima coerenza con le previsioni comunitarie. In alcuni punti però il recepimento si è discostato.

Sulla base di quanto indicato dalla stessa autorità nel documento di consultazione, questi scostamenti sono derivati sia dalla necessità di chiarire le modalità applicative di alcune previsioni comunitarie, laddove le linee guida lasciavano spazi interpretativi, sia da ragioni prudenziali. L'autorità di vigilanza, nello stesso documento, ha anche precisato che le modalità applicative nel contesto nazionale sono state portate a conoscenza dei tavoli comunitari per ricercare posizioni condivise, che assicurino il *level playing field* tra le diverse giurisdizioni.

Al momento della stesura di questo volume non è ancora noto il documento finale di recepimento della disciplina UCITS IV a cui Assogestioni, con il supporto delle associate, ha cercato di contribuire esprimendo osservazioni e proposte. È certo però che nei tavoli comunitari sono in corso dei lavori che stanno affrontando alcune delle tematiche sollevate dall'associazione e dall'autorità italiana. Per maggiori informazioni è possibile consultare la risposta di Assogestioni al documento di consultazione, disponibile sul sito internet dell'associazione nella sezione *Norme e Governance/Consultazioni*.

## **Il Key Investor Information Document**

La direttiva UCITS IV ha ridefinito la tipologia e le caratteristiche della documentazione obbligatoria da fornire agli investitori, sostituendo il prospetto semplificato con un documento contenente le "informazioni chiave per gli investitori", il cosiddetto KIID (*Key Investor Information Document*).

La direttiva indica i principi generali che occorre rispettare nella predisposizione del KIID, rimandando la definizione dello specifico contenuto a un regolamento

comunitario, immediatamente applicabile senza modifiche negli ordinamenti dei singoli Stati membri.

Il KIID costituisce un documento predisposto *ad hoc* e dotato quindi di una propria autonomia nell'ambito della documentazione di offerta, che contiene solo le informazioni essenziali sulla natura e le caratteristiche del fondo al quale si riferisce, per consentire ai sottoscrittori di adottare scelte di investimento consapevoli.

La forma e il contenuto del KIID sono specificati in modo esaustivo dal regolamento europeo 583/2010 del 1° luglio 2010. Diverse linee guida predisposte dal CESR<sup>7</sup> (*Committee of European Securities Regulators*) corredano poi la disciplina comunitaria del KIID e forniscono sia una linea interpretativa comune su alcune questioni di natura tecnica, sia indicazioni volte ad aiutare gli intermediari nella predisposizione dello stesso KIID. Ciò per assicurare la piena armonizzazione delle informazioni da includere nel documento e la confrontabilità dei documenti d'offerta. Un breve documento unico, che presenta le informazioni in un ordine specifico, organizzate in maniera logica e costruite utilizzando i medesimi principi, infatti, è sembrato il modo più appropriato per soddisfare queste finalità.

Il KIID è composto dalle seguenti parti e sezioni:

- il titolo del documento, corredato dalla nota esplicativa sulla finalità del documento stesso e da informazioni di natura anagrafica sulla società di gestione e sul fondo;
- gli obiettivi e la politica di investimento;
- il profilo di rischio e rendimento;
- le spese;
- la presentazione dei risultati passati ovvero, se pertinente, degli scenari di *performance* del medesimo;
- le informazioni pratiche.

La sezione dedicata alla descrizione della politica d'investimento indica all'investitore quali sono gli obiettivi generali del fondo e come saranno raggiunti.

<sup>7</sup> CESR's Guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the KIID, 1° luglio 2010 (CESR/10-673); CESR's Guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the KIID, 1° luglio 2010 (CESR/10-674); CESR's Guidelines on the selection and presentation of performance scenarios in the KIID for structured UCITS, 20 dicembre 2010 (CESR/10-1318); CESR's template for the KIID, 20 dicembre 2010 (CESR/10-1321); CESR's guide to clear language and layout for the KIID, 20 dicembre 2010 (CESR/10-1319).

In quella relativa al profilo di rischio e rendimento del fondo, invece, deve essere pubblicato un indicatore sintetico di rischio; inoltre devono essere indicati i rischi che rivestono un'importanza significativa per il fondo e che non sono adeguatamente rilevati dall'indicatore sintetico.

Nella sezione successiva sono illustrate le spese sostenibili dall'investitore e sostenute dal fondo in un formato comune e sulla base di regole standardizzate.

Nella sezione dedicata alla presentazione delle *performance* ottenute dal fondo è illustrato, attraverso l'uso di un diagramma a barre, il rendimento netto del fondo degli ultimi 10 anni (se disponibile) e dell'eventuale parametro di riferimento.

Infine, nella sezione relativa alle informazioni pratiche è necessario fornire, tra l'altro, indicazioni su come e dove ottenere ulteriori informazioni sul fondo e sul valore delle quote.

In casi specifici sono previsti adattamenti della forma e/o del contenuto del KIID (fondi multicomparto; fondi di fondi; fondi appartenenti a strutture *master-feeder*; fondi strutturati).

Il regolamento disciplina inoltre le modalità e la tempistica di revisione e modifica del KIID, al fine di assicurarne la coerenza con le variazioni che possono intervenire nel corso della vita del fondo, in modo che questo continui a soddisfare i requisiti applicabili.

Anche il KIID, come già il prospetto semplificato, deve essere obbligatoriamente consegnato agli investitori in tempo utile prima della sottoscrizione.

La sostituzione del prospetto semplificato con il KIID è iniziata il 1° luglio del 2011 e terminerà il 30 giugno del 2012. La disciplina comunitaria prevede che i fondi la cui offerta ha avuto inizio dopo il 30 giugno del 2011 devono adottare fin dall'origine il KIID; diversamente, per i fondi la cui offerta era già in corso al 1° luglio del 2011 ogni singolo Stato membro può definire una scadenza del termine di sostituzione più ampia, nel rispetto del limite generale.

Per questo motivo è possibile che fino al 30 giugno del 2012 convivano sia prospetti semplificati sia KIID.

A livello nazionale - essendo ormai trascorso il termine del 29 febbraio 2012, inizialmente fissato per effettuare il passaggio dal prospetto semplificato al KIID - i fondi in corso d'offerta alla data del 1° luglio del 2011 saranno tenuti, in ragione dei ritardi nell'approvazione della Legge Comunitaria 2010, a sostituire il prospetto semplificato con il KIID entro il 30 giugno del 2012.

---

*Il KIID garantisce una piena armonia delle informazioni destinate al pubblico e la confrontabilità dei documenti d'offerta*

---

Rispetto alle informazioni oggi fornite nel prospetto semplificato, il KIID presenta diversi elementi di novità. Alcuni maggiormente evidenti, altri di natura più tecnica.

Innanzitutto la lunghezza: il KIID non deve essere lungo più di due pagine formato A4 (che diventano tre nel caso di fondi strutturati). Le società di gestione devono descrivere in poco spazio tutti gli elementi essenziali dei propri fondi, in un modo che sia facilmente comprensibile agli investitori al dettaglio; in altri termini, le informazioni devono essere presentate in un linguaggio semplice e chiaro, evitando tecnicismi.

Il KIID deve essere predisposto per ogni fondo/comparto, mentre il prospetto semplificato si fondava sul concetto di "proposte d'investimento finanziario" (pertanto un fondo poteva avere più prospetti semplificati, ognuno specifico per ogni proposta d'investimento finanziario). A titolo d'esempio, deve essere redatto un unico KIID per un fondo che è possibile sottoscrivere tramite versamenti in unica soluzione (PIC, piano di investimento del capitale) e tramite versamenti rateali (PAC, piano di accumulo del capitale).

Un'ulteriore novità è l'utilizzo di un indicatore sintetico di rischio - numerico - che sostituisce il "grado di rischio", ossia l'indicatore sintetico qualitativo del profilo di rischio. Cambia anche la metodologia di calcolo: questa è ora identificata dalle Linee Guida del CESR/10-673, che in linea generale prevedono che questo indicatore sia determinato sulla base della volatilità passata dei rendimenti ottenuti dal fondo nei cinque anni precedenti.

Regole specifiche sono poi previste per i fondi *absolute return*, *total return*, *life cycle* e per quelli strutturati. Alla luce dei risultati del calcolo della volatilità, il fondo deve essere assegnato alla categoria appropriata su una scala numerica da 1 a 7; le linee guida stabiliscono sia gli intervalli di volatilità corrispondenti alla scala numerica, sia la modalità di verifica delle variazioni del grado di rischio, che richiederanno un aggiornamento dell'indicatore sintetico di rischio e pertanto del KIID.

Cambiamenti si osservano anche in tema di orizzonte temporale d'investimento consigliato, indicazione che era obbligatoria nel prospetto semplificato. Nel KIID questa indicazione è obbligatoria se questo periodo temporale rappresenta un elemento essenziale della strategia di investimento, o nel caso in cui la società di gestione ritenga utile indicarlo nel prospetto o in qualsiasi altro documento promozionale.

Riguardo alla rappresentazione dei costi, al posto della tabella dell'investimento finanziario e dell'indicatore sintetico di costo, il cosiddetto TER (*Total Expense Ratio*), nel KIID le spese - presentate in una struttura tabellare e, in linea generale, relative ai costi sostenuti dal fondo nell'ultimo anno - dovranno essere suddivise tra spese *una tantum* (spese di sottoscrizione e di rimborso sostenute dall'investitore), spese correnti (spese prelevate dal fondo) e spese prelevate dal fondo a determinate condizioni specifiche (come le commissioni d'incentivo).

Dato il limite sulla grandezza complessiva del KIID, e per mantenere omogeneità nella rappresentazione, sono previste delle semplificazioni; a titolo d'esempio, nel KIID dovrà essere indicata la percentuale massima delle spese di entrata e/o di uscita a carico dell'investitore. Nel KIID l'indicazione storica delle spese correnti, sostenute dal fondo nel corso dell'anno precedente, dovrà essere inoltre sostituita da un dato di costo stimato, nel caso in cui questa indicazione non risulti più affidabile a seguito di una modifica sostanziale della struttura delle spese.

In tema di rappresentazione dei rendimenti del fondo, inoltre, nel KIID è obbligatorio presentare sempre i risultati ottenuti in passato dal fondo, anche in presenza di significative modifiche della politica di investimento.

E sempre in tema di rappresentazione dei rendimenti, nel caso in cui negli obiettivi e nella politica di investimento il fondo rimandi a un parametro di riferimento (*benchmark*), il rendimento di questo parametro non dovrà essere riportato per gli anni nei quali il fondo non esisteva.

Inoltre, il confronto tra il rendimento ottenuto dal fondo con l'eventuale rendimento del parametro di riferimento dovrà essere coerente nel corso del tempo. A titolo esemplificativo, se nel corso di un anno sono stati utilizzati diversi parametri di riferimento, il rendimento da indicare sarà ottenuto mediante la concatenazione dei relativi rendimenti (cosiddetto *chain link*). La rappresentazione del rendimento, infatti, deve essere effettuata con un'unica barra e non con più barre (ognuna rappresentativa di un diverso parametro di riferimento).

Riguardo la rappresentazione degli scenari futuri dell'investimento finanziario, infine, nel KIID questa è obbligatoria per i soli fondi strutturati<sup>8</sup>. Inoltre, dal punto di vista metodologico, il KIID prevede l'illustrazione di questi scenari su

<sup>8</sup> Art. 36 (1) del Regolamento n. 583/2010: "[...] per OICVM strutturati si intendono gli OICVM che forniscono agli investitori, a certe date prestabilite, rendimenti (pay-off) basati su un algoritmo e legati al rendimento, all'evoluzione del prezzo o ad altre condizioni di attività finanziarie, indici o portafogli di riferimento, o OICVM con caratteristiche simili."

una metodologia di tipo deterministico (o *what if*) in luogo di una di tipo probabilistico. Nel KIID gli scenari di *performance* devono essere scelti in maniera da mostrare le circostanze nelle quali la formula può dare all'investitore un rendimento basso, medio o alto, o, se del caso, negativo.

### I prossimi passi verso la UCITS V

Il 14 dicembre 2010 la Commissione europea ha pubblicato un *Consultation Paper on the UCITS depositary functions and on the UCITS managers' remuneration*. La finalità del documento di consultazione era di consentire alla Commissione di presentare una nuova proposta legislativa volta ad aggiornare il quadro normativo applicabile al depositario degli UCITS e introdurre nuove disposizioni in materia di remunerazione dei gestori di UCITS.

Per quanto concerne le funzioni del depositario, il documento interviene a seguito di una consultazione nella medesima materia, svoltasi nel 2009, che ha evidenziato l'esigenza di provvedere a una più esatta definizione delle relative funzioni. Le modificazioni che la Commissione europea ritiene debbano essere apportate alle disposizioni della direttiva UCITS in tema di depositario hanno lo scopo di chiarire con maggiore precisione la funzione di questo soggetto, oltre che di assicurare conformità tra la legislazione applicabile al depositario di UCITS e quella applicabile al depositario di fondi d'investimento alternativi, incrementando il livello di tutela degli investitori.

Con riferimento alla remunerazione dei gestori di UCITS, la Commissione ha rilevato come le modalità di remunerazione e incentivazione comunemente utilizzate dagli intermediari abbiano avuto un ruolo significativo nella crisi finanziaria; infatti, queste modalità hanno contribuito all'adozione di scelte di *business* di breve periodo e hanno incentivato un'eccessiva assunzione di rischi, incrementando di conseguenza il livello di rischio sistemico.

Alla luce di queste considerazioni, la Commissione europea ha adottato un'apposita Raccomandazione, nell'aprile del 2009, riguardante le politiche di remunerazione nell'ambito dei servizi finanziari. Il documento di consultazione della Commissione s'inserisce nel quadro delle iniziative dell'Unione europea finalizzate a introdurre nelle singole direttive che regolano i servizi finanziari i principi contenuti nella Raccomandazione (come, ad esempio, è già avvenuto con riferimento all'AIFMD).

## La MiFID Review

**Roberta D'Apice**

La MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), entrata in vigore nel 2007, è stata negli ultimi anni un pilastro dell'assetto regolamentare dell'Unione europea. Oggi la direttiva torna sui banchi della Commissione per un'ampia revisione, resa necessaria dopo che la crisi finanziaria e gli sviluppi del mercato hanno evidenziato alcune carenze e nuove esigenze di regolamentazione, alla ricerca di un *level playing field* non ancora completato e di una maggiore attenzione al cliente e ai bisogni finanziari degli investitori.

Nell'ottobre del 2011 la Commissione europea ha pubblicato due proposte di revisione della disciplina MiFID: in particolare si tratta di una proposta di direttiva destinata a sostituire la direttiva 2004/39/CE e di una proposta di regolamento in tema di mercati finanziari (*MiFIR, Markets in Financial Instruments Regulation*).

In linea generale, le proposte di revisione della MiFID hanno l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori, incrementare l'efficienza e la trasparenza dei mercati, e definire chiare regole di funzionamento per tutte le negoziazioni, oltre ad attribuire alle autorità poteri di vigilanza più ampi.

### Rafforzare la tutela degli investitori

Gli interventi diretti ad aumentare la protezione degli investitori prevedono, in primo luogo, l'estensione dell'ambito di applicazione delle tutele attualmente riconosciute dalla disciplina MiFID. In particolare la proposta di revisione della direttiva, da un lato, prevede l'applicazione delle regole MiFID:

- alla vendita diretta dei propri strumenti finanziari, da parte delle banche e delle imprese d'investimento sul mercato primario;
- alla vendita e ai consigli su "depositi strutturati", in linea con l'iniziativa della Commissione Europea in materia di *packaged retail investment products* (PRIPs).

*Lo sviluppo futuro della normativa riguarderà le funzioni del depositario e la remunerazione dei gestori di UCITS*

Dall'altro lato, la proposta aggiunge all'elenco dei servizi d'investimento la custodia e l'amministrazione dei titoli (ora inclusa tra i servizi accessori) e la gestione di OTF (*Organised Trading Facility*).

In secondo luogo, le innovazioni proposte sono volte a rafforzare le regole di condotta che gli intermediari devono rispettare nella prestazione dei servizi d'investimento.

In questo contesto, la proposta di direttiva di revisione della MiFID dedica una particolare attenzione al tema della consulenza finanziaria. Si prevede anzitutto che gli intermediari che prestano il servizio di consulenza in materia d'investimenti debbano comunicare al cliente se il servizio è svolto su base indipendente, se si fonda su un'analisi del mercato ampia o ristretta e se gli intermediari stessi si assumono l'impegno di effettuare in via continuativa una valutazione di adeguatezza in ordine agli strumenti finanziari raccomandati ai clienti. Inoltre si prevede l'obbligo dell'intermediario che presta il servizio di consulenza di fornire al cliente una rendicontazione periodica sulle modalità attraverso le quali la consulenza prestata risponde alle caratteristiche personali del cliente.

La proposta della Commissione individua poi le condizioni in base alle quali il servizio di consulenza in materia d'investimenti può essere qualificato come "indipendente":

- l'ampiezza dell'oggetto del servizio: la consulenza può dirsi indipendente se è prestata con riferimento a una gamma sufficientemente ampia di strumenti finanziari disponibili sul mercato, se questi strumenti sono diversificati con riguardo al tipo e all'emittente o al *product provider* e se non sono esclusivamente emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'intermediario-consulente;
- il divieto per l'intermediario-consulente di ricevere incentivi monetari da parte di soggetti terzi (cfr. articolo 24 della proposta di direttiva di revisione della MiFID).

L'impostazione adottata dal legislatore comunitario consente comunque la prestazione del servizio di consulenza sulla base di un'analisi del mercato ristretta o su un numero limitato di strumenti finanziari, ovvero anche su un ampio novero di strumenti finanziari, con remunerazione del servizio effettuata mediante retrocessione di commissioni da parte delle società prodotte. Questa lettura è del resto coerente con l'esigenza di lasciare libertà di scelta a intermediari e clienti

circa le modalità con le quali intendono, rispettivamente, prestare e ricevere il servizio di consulenza.

L'impostazione della Commissione europea, dunque, si differenzia da quella adottata dall'FSA (la *Financial Services Authority* britannica), che vieta agli intermediari di ricevere commissioni da soggetti diversi dal cliente nella prestazione sia del cosiddetto "*independent advice*" sia del "*restricted advice*".

Ulteriori innovazioni riguardano poi la disciplina degli incentivi nelle gestioni di portafoglio, dato che il divieto di ricevere pagamenti in denaro o altre prestazioni di natura monetaria da parte di soggetti terzi, oltre che alla consulenza indipendente, è riferito anche agli intermediari che prestano il suddetto servizio d'investimento.

A questo proposito, tuttavia, si evidenzia che il divieto in questione concerne esclusivamente la percezione d'incentivi di tipo monetario; la disciplina nazionale può considerarsi quindi già sostanzialmente allineata alla proposta di modifica, anche se potrebbe essere opportuno chiarire espressamente la legittimità delle retrocessioni di commissioni ricevute da un gestore di portafogli da terzi e accreditate dal gestore stesso al cliente, stante la sostanziale equivalenza tra quest'ultima situazione e quella in cui il gestore medesimo non percepisce alcun incentivo da parte di terzi.

In ogni caso, la proposta di direttiva di revisione della MiFID prevede che anche le prestazioni non monetarie debbano essere consentite solo in via limitata, come ad esempio il *training* sulle caratteristiche dei prodotti, e a condizione che queste prestazioni non impediscano agli intermediari di agire nel miglior interesse dei clienti (come chiarito dalla direttiva 2006/73/CE).

La Commissione europea propone inoltre di limitare i servizi in cui gli investitori ricevono minori protezioni da parte degli intermediari e di incrementare le informazioni indirizzate ai clienti, specie quando il servizio riguarda strumenti finanziari complessi. A questo proposito, in particolare, secondo la proposta quando un intermediario offre al cliente un servizio o un prodotto come parte di un *package*, l'intermediario stesso deve informare il cliente circa la possibilità di acquistare quel prodotto o quel servizio separatamente, e deve tenere un'apposita contabilità dei costi e delle spese<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Si veda articolo 24, paragrafo 7, della proposta di revisione della MiFID.

---

*La tutela degli investitori sarà rafforzata dalla revisione delle norme relative al servizio di consulenza finanziaria*

---

Sempre allo scopo di innalzare il livello di protezione degli investitori, la Commissione europea, nell'ambito della disciplina sulla *best execution*, prevede l'obbligo per le *execution venues* di rendere disponibili al pubblico i dati relativi alla qualità dell'esecuzione su quella sede. Inoltre sono individuati i principi a cui le imprese d'investimento devono attenersi nell'individuazione delle informazioni da fornire alla clientela e riguardanti la propria strategia di esecuzione degli ordini. Le imprese d'investimento hanno poi l'obbligo di rendere pubbliche, su base annuale e per ciascuna classe di strumenti finanziari, le cinque migliori *execution venues* utilizzate nell'anno precedente.

Al fine di rendere efficaci le maggiori tutele contemplate nel nuovo quadro normativo, infine, viene attribuito all'ESMA un ruolo di rilievo per assicurare un'uniforme applicazione delle misure di protezione degli investitori nell'Unione europea.

### Migliorare l'organizzazione degli intermediari

Per quanto attiene alle regole in materia di organizzazione degli intermediari, la Commissione europea propone una serie di misure riguardanti il cosiddetto *management body*, che derivano da (e sono in linea con) il lavoro svolto dalla stessa Commissione sulla *corporate governance* nel settore finanziario. Nello specifico, si tratta di proposte che si propongono di rafforzare il profilo, il ruolo e le responsabilità sia degli *executive* sia dei *non-executive directors*, oltre che di bilanciare la composizione dell'organo. Queste misure, inoltre, tengono conto di quanto previsto sul medesimo tema nella proposta di direttiva CRD IV (*Capital Requirements Directive IV*).

Tra le principali innovazioni, si segnalano quelle riguardanti:

- il "tempo sufficiente" che i componenti del suddetto organo devono dedicare al ruolo assunto;
- la sussistenza, in capo ai soggetti in questione, di conoscenze e capacità sufficienti a comprendere, tra l'altro, i rischi associati con le attività della società, al fine di assicurare che la società stessa sia gestita in modo corretto e prudente, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato;
- la limitazione al cumulo degli incarichi;
- l'eventuale istituzione di un comitato nomine;
- la diversificazione come criterio di selezione dei componenti del *management body*;

- la definizione delle funzioni del *management body*<sup>2</sup>.

In questo contesto, inoltre, si evidenziano le disposizioni dirette a prevedere un maggiore coinvolgimento del *senior management* nella definizione delle *policy* dell'intermediario relative alle modalità di vendita di prodotti e di prestazione di servizi alla clientela, nonché le regole funzionali a consolidare il sistema dei controlli interni.

### Distinguere tra strumenti finanziari complessi e non

Le proposte di revisione della MiFID intervengono anche sulla definizione di strumenti finanziari non complessi, funzionale all'applicazione del regime di *execution only*. Al riguardo, mentre l'attuale disciplina prevede che tutti gli UCITS siano considerati - di per sé - strumenti finanziari non complessi, si prevede una differenziazione che tenga conto della maggiore complessità di alcuni UCITS (i cosiddetti "prodotti strutturati"), in ragione delle strategie di investimento da questi adottabili.

In particolare, la proposta<sup>3</sup> della Commissione esclude dal novero degli strumenti non complessi "gli OICVM che forniscono agli investitori, a certe date prestabilite, rendimenti (*pay-off*) basati su un algoritmo e legati al rendimento, all'evoluzione del prezzo o ad altre condizioni di attività finanziarie, indici o portafogli di riferimento, o OICVM con caratteristiche simili"<sup>4</sup>.

### Ampliare l'elenco dei mercati regolamentati

Per quanto riguarda i mercati, le proposte di revisione sono contenute in un apposito regolamento comunitario che prevede anzitutto un'estensione dell'ambito di applicazione vigente, al fine di comprendervi - oltre ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai mercati regolamentati - anche le cosiddette *organised trading facility* (OTF), piattaforme organizzate ma non ancora regolamentate, il cui ruolo sta diventando sempre più rilevante, ad esempio, per la negoziazione dei contratti derivati standardizzati.

<sup>2</sup> Si veda articolo 9 della proposta di revisione della MiFID.

<sup>3</sup> Si veda articolo 25, paragrafo 3 della proposta di revisione della MiFID.

<sup>4</sup> Articolo 36, paragrafo 1, sub-paragrafo 2, del Regolamento (UE) 583/2010.

Ferma restando la possibilità di diversi modelli di *business*, questa innovazione è funzionale ad assicurare che tutte le *trading venues* debbano rispettare i medesimi obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione, oltre che requisiti organizzativi e di vigilanza molto simili.

Al fine di facilitare l'accesso ai mercati da parte delle piccole e medie imprese (cosiddette SME, *small and medium enterprises*), la proposta della Commissione europea introduce inoltre una specifica classificazione per i mercati a queste dedicati.

La proposta di regolamento contiene inoltre alcune innovazioni in tema di regole di trasparenza *pre* e *post* negoziazione per le *trading venues* con riferimento agli strumenti *equity-like*, consistenti nell'estensione di queste regole a strumenti come i *depository receipts*, gli *exchange-traded funds* e i *certificates*, nonché nell'applicazione di queste regole anche agli *actionable indications of interests* (IOI). Nella stessa prospettiva si pongono le misure dirette ad ampliare l'ambito del regime di trasparenza già previsto per gli strumenti *equity*, comprendendovi anche gli strumenti *non-equity* come le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati e i derivati. Al fine di rendere le informazioni maggiormente accessibili, inoltre, sono definiti obblighi di pubblicazione delle informazioni *pre* e *post* negoziazione su base separata (*unbundling*) e a condizioni commerciali ragionevoli.

La Commissione europea propone inoltre specifiche regole di trasparenza per le imprese d'investimento che negoziano OTC, tra le quali gli internalizzatori sistematici. Le regole di trasparenza già esistenti trovano applicazione con riguardo alle azioni e agli strumenti a queste assimilabili, mentre nuove previsioni riguardano le obbligazioni, i prodotti finanziari strutturati ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati o per i quali sia già stato pubblicato un prospetto, le *emission allowances* e i derivati adatti al *clearing* o che sono stati ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, su un MTF o su un OTF.

Ulteriori innovazioni attengono al tema del *transaction reporting* e riguardano l'estensione del relativo ambito di applicazione a tutte le transazioni in strumenti finanziari negoziati negli MTF e negli OTF, il contenuto dei dati che devono essere forniti e i canali che devono essere utilizzati.

In linea con quanto auspicato dal G20, alcune classi di derivati sono assoggettate all'obbligo di negoziazione su piattaforme regolamentate (mercati regolamentati, MTF, OTF e piattaforme di negoziazione di Paesi terzi), alla duplice condizione che queste ultime siano state individuate da una decisione della

Commissione europea e che sussista il mutuo riconoscimento; l'ESMA è responsabile della procedura per determinare quali classi di derivati sottoposte alla *clearing obligation* secondo EMIR siano anche tenute alla *trading obligation* ai sensi della proposta di regolamento di revisione della disciplina MiFID.

Infine, è prevista una disciplina per l'accesso su base non discriminatoria alle controparti centrali, a prescindere quindi da quale sia la *trading venue* sulla quale è stata effettuata la transazione dello strumento finanziario da compensare in controparte centrale; al contempo, è prevista la possibilità di accesso da parte delle controparti centrali alle *trading venues*. A completamento della disciplina, è consentito alle controparti centrali e alle *trading venues* di avere accesso, a condizioni commerciali ragionevoli, ai *benchmark* per gli strumenti finanziari il cui valore sia calcolato con riferimento a tali indici.

---

La regolamentazione delle piattaforme OTF si inserisce nell'ambito della ricerca di una maggiore trasparenza del mercato

---



## La regolamentazione a livello europeo: la *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*

**Manuela Mazzoleni**

In un'ottica di rafforzamento del sistema finanziario, l'Unione Europea ha realizzato una serie d'interventi destinati a tutelare l'integrità e la solidità dei mercati. Una delle novità più rilevanti è l'EMIR: atteso per la fine del 2012, il Regolamento stabilisce nuove regole per i contratti derivati negoziati *over the counter* e per i soggetti che sono coinvolti in queste operazioni, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza sul mercato e ridurre il rischio sistemico.

In risposta alla tempesta che ha travolto i mercati finanziari nella seconda metà del 2008, durante il G20 organizzato a Pittsburgh nel settembre del 2009 è stata lanciata un'iniziativa di ampio respiro con l'intento di rendere il sistema finanziario più solido, attraverso una serie di regole che rendessero più sicuro e trasparente il mercato dei derivati scambiati OTC (*over the counter*).

Per raggiungere quest'obiettivo ed evitare il ripetersi di quanto accaduto, il G20 ha previsto l'estensione dei controlli e la "tracciabilità" delle transazioni finanziarie per i contratti OTC sui derivati. Il documento finale chiedeva che tutti i contratti derivati standard scambiati *over the counter* dovessero essere scambiati su sistemi di negoziazione o su mercati regolamentati e compensati attraverso controparti centralizzate. Inoltre i contratti non compensati centralmente - perché non standard - avrebbero dovuto essere soggetti a requisiti di capitale maggiori. A garanzia di maggior trasparenza e per un maggior controllo da parte delle autorità, tutti i contratti derivati avrebbero dovuto essere registrati presso un depositario centrale.

La concreta risposta normativa a questa necessità emersa a livello politico è stata la formulazione in ambito europeo della proposta di Regolamento dell'Unione conosciuta come *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*.

La scelta di adottare un regolamento e non una direttiva riflette l'intenzione

di dare una rapida attuazione alle indicazioni scaturite dal G20, senza lasciare margini di interpretazione a livello nazionale. Questo a conferma della convinzione che l'intervento sui derivati OTC sia fondamentale per garantire il buon funzionamento dei mercati. Nelle parole del commissario europeo al Mercato Interno, Michel Barnier: *"I mercati finanziari non possono permettersi di rimanere dei territori da Far West. I derivati OTC hanno un grande impatto sull'economia reale, che va dai mutui ai prezzi sui generi alimentari. L'assenza di un quadro regolamentare per i derivati OTC ha contribuito alla crisi finanziaria e alle drammatiche conseguenze di cui stiamo risentendo tutti. Oggi proponiamo norme che apporteranno più trasparenza e responsabilità ai mercati dei derivati. Sapremo anche chi sta facendo cosa, e chi deve cosa a chi. Oltre a prendere provvedimenti per fare in modo che singoli fallimenti non destabilizzino l'intero sistema finanziario"*.

Il percorso legislativo dell'EMIR è iniziato con l'adozione da parte della Commissione europea di due Comunicazioni che guardavano al mercato dei derivati, identificando le possibili strategie per la riduzione del rischio e cominciando a delineare le linee portanti della proposta legislativa. La proposta di regolamento è stata pubblicata nel settembre del 2010 ed è stata oggetto di discussione e revisione da parte del Consiglio europeo e del Parlamento. Nel febbraio del 2012 è stato raggiunto un accordo tra gli organi comunitari, e sono in corso le consultazioni per gli standard tecnici che definiscono le modalità operative dei nuovi meccanismi. L'approvazione definitiva e l'entrata in vigore sono previste per la fine del 2012.

La regolamentazione introduce obblighi di *reporting* per tutti i derivati scambiati OTC, obblighi di compensazione per derivati OTC eleggibili, misure per ridurre il rischio di controparte e i rischi operativi per derivati OTC compensati bilateralmente. Poiché l'organizzazione dei mercati proposta comporta un significativo spostamento del rischio di controparte presso i cosiddetti CCP (*central counterparties*), il regolamento si preoccupa anche di stabilire regole comuni per la gestione del rischio per i CCP e la garanzia della loro interoperabilità.

In particolare il Regolamento prevede:

- **Obbligo di clearing tramite CCP per i contratti eleggibili.** La definizione delle categorie eleggibili, data la sua complessità, è ancora in corso di evoluzione. E' attesa per i prossimi mesi una proposta di prima categorizzazione da parte dell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*). Sarà poi lasciato ai singoli CCP, autorizzati dalle autorità nazionali competenti, la

scelta di compensare le singole classi di derivati. In seguito l'ESMA si riserva di affinare la granularità della categorizzazione.

- **Trattamento dei derivati non eleggibili per la compensazione tramite CCP.** Per i derivati per i quali non viene effettuata la compensazione tramite CCP – contratti non standard – sarà obbligatorio lo scambio bilaterale di adeguati collaterali; inoltre, le controparti finanziarie dovranno detenere sufficiente capitale per coprire il rischio residuo non coperto dallo scambio di collaterali.
- **Regole per l'autorizzazione e la supervisione dei CCP.** Seppur nel quadro legislativo europeo, la responsabilità primaria dell'autorizzazione e della supervisione dei CCP è affidata alle autorità nazionali, che ne hanno anche la primaria responsabilità fiscale.
- **Requisiti prudenziali e regole di condotta per i CCP, improntate alla trasparenza e alla standardizzazione.** Nell'articolare le previsioni per attenuare il rischio e considerando il suo significativo spostamento dalle controparti bilaterali alla controparte centralizzata, l'EMIR prevede un'adeguata attenzione ai requisiti operativi per i CCP, definendo i minimi per i margini, la tipologia di collaterali ammessi e i requisiti organizzativi (gestione dei conflitti di interesse, *default fund*, modelli di gestione del rischio, obblighi di *record keeping*).
- **Trade repositories.** Il secondo pilastro dell'EMIR, ovvero l'obbligo di *reporting* di tutte le transazioni OTC (comprese quelle non compensate tramite CCP), ha l'obiettivo di preservare la trasparenza, proteggere contro gli abusi di mercato e mitigare il rischio sistemico, evitando l'incertezza che ha caratterizzato la crisi del 2008. La normativa prevede specifiche regole anche per il *trade repository* riguardo la registrazione presso l'ESMA, l'operatività e le modalità di supervisione.

Per la definizione degli standard tecnici il Regolamento prevede la delega alla Commissione, che a sua volta si avvale dell'ESMA. Gli standard, che sono in corso di elaborazione e oggetto di consultazione, forniranno maggiori dettagli sulle modalità di implementazione operativa delle nuove regole, definendo ad esempio le modalità e le informazioni necessarie per stabilire e individuare le categorie eleggibili per la compensazione tramite CCP, le regole di mitigazione del rischio e di calcolo dei margini.

La crisi ha reso evidente la necessità di definire regole precise per la negoziazione di derivati over the counter

Per quanto riguarda invece le tempistiche e le modalità di *reporting* ai *trade repositories*, sono oggetto di standard tecnici i contenuti specifici, la procedura del *reporting* e i livelli di pubblicità delle informazioni raccolte, sia nel senso di definizione di livello di accesso sia del livello di aggregazione, *in primis* nei confronti delle diverse autorità competenti e in secondo luogo anche verso il pubblico. Il Regolamento e le indicazioni tecniche prevedono poi la regolamentazione dei rapporti con i Paesi terzi.

Quando la normativa entrerà in vigore, a fine 2012, ciò avverrà in un contesto di mercati globali che si muovono nella stessa direzione: accanto alle iniziative del CPSS (*Committee On Payment and Settlement System*) e dello IOSCO (*International Organization for Security Commissions*), a livello nazionale sia gli Stati Uniti (con il Dodd Frank Act) che il Giappone hanno approvato legislazioni che danno attuazione alla decisione scaturita al G20 e sono coerenti con quanto previsto nell'EMIR, con l'obiettivo ultimo di portare al consolidamento di mercati internazionali più stabili e sicuri.

## La direttiva AIFMD: a che punto siamo

**Roberta D'Apice**

La nuova direttiva europea ha l'obiettivo di creare un mercato interno per i gestori di fondi di investimento diversi da quelli UCITS, e stabilire un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato per questi soggetti. La Commissione europea sta ora preparando le misure di attuazione della direttiva di primo livello sulla base dei pareri espressi dall'autorità di vigilanza europea, affinché questa possa essere recepita in ambito nazionale entro il luglio del 2013.

L'8 giugno del 2011 è stata adottata la direttiva AIFMD (*Alternative Investment Fund Manager Directive*), che delinea un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza di tutti i gestori di fondi d'investimento alternativi, introducendo inoltre il passaporto per la commercializzazione e la gestione transfrontaliera di fondi alternativi.

La direttiva, che è stata preceduta da un lungo dibattito a livello europeo, trae origine da una proposta della Commissione europea del 30 aprile 2009 e deve essere recepita dai singoli Stati membri entro il 22 luglio 2013, salve le eccezioni dalla stessa disciplinate.

L'AIFMD si focalizza sui GEFIA (cioè i gestori di fondi d'investimento alternativi) senza regolamentare direttamente i FIA (i singoli fondi d'investimento alternativi), che rimangono pertanto soggetti alla normativa e alla vigilanza nazionali. Infatti, considerate le diverse categorie di organismi d'investimento collettivo inclusi nella definizione di FIA, sarebbe stato difficile e inadeguato disciplinare la struttura e la composizione del loro portafoglio, nonché individuare regole comuni a tipologie di FIA molto diverse tra loro. Per questo motivo ciascuno Stato membro può regolamentare o continuare a regolamentare autonomamente, a livello nazionale, i FIA stabiliti nel proprio territorio, come indicato chiaramente nella direttiva AIFM.

L'AIFMD non regolamenta compiutamente i GEFIA, in quanto demanda a misure di secondo livello la definizione della normativa concernente gli aspetti che la stessa direttiva si limita a delineare solo per principi. Di conseguenza,

---

*L'AIFMD ha lo scopo di regolare l'attività dei gestori di fondi d'investimento alternativi a livello comunitario*

---

la regolamentazione AIFMD attende, per la sua compiuta implementazione e integrazione, ulteriori interventi normativi da parte del legislatore comunitario.

Lo scorso 16 novembre l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) ha pubblicato il parere tecnico, trasmesso alla Commissione europea, riguardante le possibili misure di implementazione della direttiva in materia di gestori di fondi d'investimento alternativi. Le principali tematiche trattate dall'ESMA nel proprio parere riguardano:

- le disposizioni di carattere generale per i gestori di fondi d'investimento alternativi, la relativa autorizzazione e le condizioni operative degli stessi. Queste disposizioni comprendono, tra l'altro, regole in tema di deroghe all'ambito di applicazione dell'AIFMD per i gestori di fondi d'investimento alternativi che ricadano sotto la soglia individuata nella medesima direttiva, nonché previsioni riguardanti i fondi aggiuntivi e/o l'assicurazione professionale volti a coprire i rischi relativi alla negligenza professionale;
- la *governance* dei depositari di fondi d'investimento alternativi, con riferimento alla quale i profili di maggiore rilievo sono quelli attinenti alla responsabilità del depositario, in particolare nel caso di perdita degli *assets* in custodia, nonché le condizioni a cui è subordinata la possibilità di nominare depositari stabiliti in Paesi terzi;
- gli obblighi in materia di trasparenza e la leva finanziaria, definiti con il principale obiettivo di prevenire rischi sistemici;
- le previsioni relative ai Paesi terzi, nell'ambito delle quali una particolare attenzione è stata riservata ai meccanismi di cooperazione e condivisione di informazioni tra autorità appartenenti all'Unione europea e non.

La Commissione europea ha ora il compito di elaborare, entro la seconda metà del 2012, la normativa comunitaria di implementazione dell'AIFMD, tenendo conto del parere dell'ESMA.

Il 23 febbraio 2012 l'ESMA ha pubblicato un *Discussion paper* riguardante alcuni concetti chiave dell'AIFMD. Il documento dell'ESMA intende anzitutto fornire chiarimenti sulle attività che un gestore di fondi d'investimento alternativi deve svolgere ai sensi dell'AIFMD, nonché sui limiti alla possibilità di delegare tali attività; in secondo luogo l'ESMA si propone di individuare criteri funzionali a stabilire se un fondo rientri o meno nella definizione di fondi alternativi di cui all'articolo 4(1)a dell'AIFMD, e quindi se il gestore di tali fondi ricada nell'ambito di applicazione della direttiva.

Il documento dell'ESMA intende poi fornire alcuni chiarimenti in ordine all'interazione tra la direttiva AIFMD e la direttiva UCITS, con particolare riguardo ai servizi che i soggetti autorizzati ai sensi di una delle due direttive possano prestare ai sensi dell'altra, nonché fornire chiarimenti sul regime applicabile alle imprese d'investimento e agli enti creditizi.

## Le proposte di disciplina dei PRIPs

**Roberta D'Apice**

I prodotti d'investimento *retail* "preassemblati" permettono agli investitori di accedere facilmente ai mercati finanziari, ma possono essere talvolta complessi da capire e generare pericolosi conflitti d'interesse. L'insieme di norme che regola questi prodotti, anche in ragione degli effetti della crisi finanziaria, sembra oggi inadeguato a tutelare gli investitori e assicurare il funzionamento efficiente dei mercati. Le autorità europee sono al lavoro per dare una risposta alle esigenze di trasparenza e correttezza del mercato e dare un preciso inquadramento normativo a questi prodotti.

Nell'aprile del 2009 la Commissione europea ha pubblicato una comunicazione nella quale si è impegnata a migliorare le misure di protezione degli investitori per i principali prodotti d'investimento "preassemblati" (PRIPs, *packaged retail investment products*) acquistabili dagli investitori *retail*. La normativa esistente in materia di trasparenza dei prodotti e di vendita, infatti, differisce a seconda della forma giuridica del prodotto e del canale di distribuzione; per questo motivo l'obiettivo della Commissione è di ricercare un livello di protezione degli investitori *retail* che non cambi in funzione della forma giuridica del prodotto o del canale distributivo, attraverso quindi un approccio orizzontale che sostituisca l'attuale frammentazione settoriale.

Il problema principale del progetto della Commissione europea è l'individuazione dei prodotti d'investimento preassemblati. Le discussioni in corso riguardano innanzitutto l'ambito di applicazione del perimetro dei prodotti, che risulta ancor più complesso da definire data l'eterogeneità dei mercati europei.

Secondo la maggioranza dei partecipanti alla consultazione, avviata dalla Commissione alla fine del 2010, i PRIPs non dovrebbero includere le obbligazioni ordinarie (cosiddette *plain vanilla*) e i depositi non strutturati, mentre dovrebbero comprendere, oltre ai fondi comuni d'investimento e agli strumenti finanziari strutturati, le polizze *unit* e *index linked* e qualsiasi prodotto assicurativo il cui risultato economico sia in tutto o in parte esposto alle fluttuazioni del mercato.

---

*La difficile individuazione dei PRIP rende complessa la definizione di un ambito normativo specifico*

---

Per ciò che riguarda le regole di vendita, le direttive di settore (MiFID, UCITS IV e *Insurance Mediation Directive*) coprono già tutti i prodotti identificabili come PRIPs (strumenti finanziari, prodotti assicurativi e fondi comuni); una nuova direttiva in materia creerebbe dunque inutili duplicazioni e aumenterebbe il grado d'incertezza del quadro normativo. La Commissione europea, quindi, ritiene opportuno intervenire sulle singole direttive di settore, armonizzandone i contenuti e prendendo come *benchmark* la disciplina della MiFID.

Per quanto riguarda l'informativa *pre-contrattuale*, infine, le direttive di settore (in particolare la Direttiva Prospetto, la Direttiva UCITS IV e le direttive del settore assicurativo) prevedono standard e contenuti diversi per l'informativa di sintesi sul prodotto destinata alla clientela *retail*.

La Commissione europea preferirebbe intervenire dunque con un provvedimento trasversale, da raccordare con la disciplina di settore. L'informativa *pre-contrattuale* dei PRIPs dovrebbe essere trasmessa all'investitore con un documento assimilabile nella forma e nei contenuti al *Key Investor Information Document* (KIID) previsto nella Direttiva UCITS IV; nella prima metà del 2012 è prevista la pubblicazione di una proposta legislativa sul tema da parte della Commissione.

## L'adozione del nuovo Protocollo di autonomia di Assogestioni

**Roberta D'Apice**

Il Protocollo di autonomia di Assogestioni, approvato dal Consiglio direttivo nel giugno del 2010, detta alle associate una serie di raccomandazioni e procedure per la gestione dei conflitti d'interessi, con l'obiettivo principale di rafforzare il ruolo dei consiglieri indipendenti e accrescere l'autonomia decisionale e imprenditoriale delle società di gestione all'interno dei gruppi d'appartenenza. A un anno dalla sua entrata in vigore, il Protocollo ha raccolto l'adesione di oltre due terzi dei membri dell'associazione e rappresenta oggi uno dei principali strumenti di autoregolamentazione dell'industria.

Il Protocollo di autonomia sulla gestione dei conflitti d'interessi (di seguito "Protocollo") costituisce il principale strumento di autoregolamentazione per la gestione dei conflitti d'interessi, elaborato dall'associazione per le SGR e le SICAV di diritto italiano secondo il principio del *comply or explain*. Esso ha preso avvio sia dall'esigenza di rafforzare l'autonomia decisionale e imprenditoriale della società di gestione all'interno del gruppo di appartenenza - indicata nel "Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani" pubblicato dalla Banca d'Italia nel 2008 - sia dal cambiamento della cornice normativa conseguente al recepimento della MiFID.

Secondo lo statuto di Assogestioni le società di gestione associate sono tenute - entro il 30 giugno di ogni anno, a partire dal 2011 - a informare l'associazione (attraverso un'apposita relazione) in merito alle scelte compiute con riguardo al Protocollo, specificando se vi sia stata o meno adesione, l'ampiezza e le modalità della stessa, nonché le ragioni che hanno eventualmente consigliato di non seguire alcune delle raccomandazioni. In caso di mancata adozione, infine, le associate sono chiamate a indicare le ragioni alla base di tale decisione.

Nel primo anno di applicazione le società che hanno dichiarato di aderire al Protocollo sono state 45 (su un totale di 73 associate), una quota che rappresenta l'86% del patrimonio gestito dal totale delle associate di diritto italiano. Inoltre

hanno aderito al Protocollo tre società di diritto estero, appartenenti a gruppi di gestione di base italiana.

Undici società - che rappresentano il 41% circa del patrimonio gestito complessivo - hanno adottato integralmente le raccomandazioni del Protocollo, in alcuni casi ricorrendo a misure di gestione dei conflitti d'interessi considerate (dal Consiglio direttivo dell'Assogestioni) equivalenti a quelle raccomandate dal Protocollo. Trentaquattro società (che rappresentano il 45% circa del patrimonio gestito complessivo) hanno adottato parzialmente il Protocollo, motivando questa scelta in ragione della specificità della propria struttura di governo societario e dell'assetto organizzativo interno.

L'adozione del Protocollo è stata rinviata da sedici società (che rappresentano l'11% circa del patrimonio gestito complessivo), che hanno motivato la scelta in ragione di operazioni straordinarie in corso (7 società), revisioni in essere della propria struttura organizzativa (3 società) oppure approfondimenti in corso sugli aspetti di *governance* connessi all'adozione del Protocollo (6 società).

Infine dodici società (che rappresentano il 3% del patrimonio gestito complessivo) hanno ritenuto di non aderire al Protocollo, motivando questa scelta in base alla struttura dell'azionariato (6 società), la dimensione e la tipologia dei fondi gestiti (3 società) e la soggezione a un ordinamento straniero (3 società).

### Le raccomandazioni in tema di consiglieri indipendenti

Nel primo anno di adozione del Protocollo, l'associazione si è concentrata in particolare sulle modalità di adozione delle raccomandazioni in tema di consiglieri indipendenti (art. 8.2) e di cumulo di funzioni (art. 8.3), cioè i profili sui quali le autorità di regolamentazione hanno raccomandato interventi volti a rafforzare l'autonomia delle SGR.

Tra le quarantacinque società aderenti al Protocollo, trentanove hanno sostanzialmente seguito le raccomandazioni in materia di consiglieri indipendenti. Questi rappresentano, infatti, la maggioranza dei membri del consiglio in 6 casi, tra un terzo e la metà dei membri del consiglio in 15 casi e poco meno di un terzo in 18 casi.

A questo riguardo l'associazione ha considerato rilevante, ai fini dell'adozione totale del Protocollo, la previsione di un numero di consiglieri indipendenti pari o superiore a un terzo dei membri del consiglio di amministrazione.

Le sei società che non hanno aderito alle raccomandazioni in materia di consiglieri indipendenti hanno motivato tale scelta prevalentemente in ragione dell'assetto proprietario della società (manifestando tuttavia l'intenzione di aderire in futuro alle raccomandazioni in questione) e delle *policy* del gruppo di appartenenza.

Tra le quindici società con un numero di consiglieri indipendenti pari o superiore a tre, otto hanno aderito *tout court* alla raccomandazione del Protocollo di costituire un comitato composto interamente da consiglieri indipendenti e chiamato a esercitare le funzioni che il Protocollo devolve a tali consiglieri nella gestione dei conflitti di interessi. Due società hanno adottato misure che l'associazione ha considerato equivalenti all'istituzione di un comitato composto interamente da consiglieri indipendenti (ad esempio, l'attribuzione alla maggioranza degli indipendenti di un rilievo condizionante la formazione della deliberazione consiliare avente ad oggetto l'operazione in conflitto di interessi).

Per quanto riguarda i comitati specializzati (di controllo interno, di *compliance*, di remunerazione), tre società su cinque hanno adottato la raccomandazione del Protocollo che prevede che questi comitati siano presieduti da un consigliere indipendente e siano composti in maggioranza da consiglieri indipendenti.

Tutte le società aderenti alla raccomandazione sui consiglieri indipendenti hanno valutato la sussistenza in capo a questi soggetti dei requisiti di indipendenza previsti dal Protocollo, applicando i criteri in esso individuati; nessuna società ha ritenuto di dover applicare criteri diversi o ulteriori rispetto a quelli previsti dal Protocollo. Tutte le società, inoltre, hanno attribuito loro il compito di rilasciare pareri sulla stipulazione di convenzioni con parti correlate<sup>1</sup>.

Dieci società su trentanove, invece, hanno ritenuto di non attribuire ai consiglieri indipendenti (o al comitato remunerazione, ove previsto) il compito di esprimere un parere sui criteri adottati per la remunerazione dei componenti

<sup>1</sup> Di cui all'articolo 1, comma 1, lettera y) del Protocollo.

---

*Il Protocollo costituisce il principale strumento di autoregolamentazione per la gestione dei conflitti d'interessi*

---

dell'organo con funzione di gestione, del direttore generale, dei dirigenti con deleghe operative e dei gestori. Di queste, quattro società hanno motivato la scelta valutando sufficiente l'applicazione dei criteri di remunerazione e incentivazione del gruppo di appartenenza.

### Le raccomandazioni sul limite al cumulo di funzioni

Le raccomandazioni del Protocollo sul cumulo di funzioni hanno avuto adozione diversa a seconda che si consideri l'applicazione del limite al cumulo nei confronti di società del gruppo che prestano i servizi indicati nell'articolo 8.3 del Protocollo, oppure nei confronti della banca depositaria o, infine, delle società emittenti.

Due società hanno valutato di rinviare a un momento successivo l'adozione dei limiti, essendo in corso modificazioni dell'assetto societario.

Nove società hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nelle società del gruppo, previsti dall'articolo 8.3 del Protocollo. Otto società hanno considerato rispettati i limiti al cumulo raccomandati dal Protocollo nel caso in cui il consigliere indipendente della società assuma la carica di consigliere indipendente in un'altra società del gruppo, oppure il consigliere della società rivesta una carica analoga presso le società del gruppo, ma sia privo di deleghe operative. Questi criteri sono stati valutati dall'associazione conformi a quelli raccomandati dal Protocollo.

Quattro società hanno valutato di adottare limiti al cumulo di funzioni in società del gruppo considerate dall'associazione equivalenti a quelli raccomandati dal Protocollo (ad esempio, il divieto per il consigliere di partecipare e di votare nel corso delle deliberazioni riguardanti operazioni con parti correlate aventi ad oggetto i servizi di cui all'articolo 8.3 del Protocollo, o nelle quali sia comunque portatore di un interesse in ragione della carica rivestita in un'altra società del gruppo).

Due società, infine, hanno adottato parzialmente il limite al cumulo di funzioni nelle società del gruppo.

I limiti non sono stati adottati da venti società. Questa scelta è stata essenzialmen-

te motivata facendo riferimento all'estraneità a qualsiasi forma di eterodirezione (8 società), alle caratteristiche dell'ordinamento di provenienza della capogruppo (3 società), alla dimensione o tipologia dei fondi gestiti dalla società (5 società). Tre società hanno ritenuto comunque funzionale al disegno imprenditoriale del gruppo di appartenenza la presenza nel consiglio di amministrazione della SGR di esponenti con deleghe operative in società del gruppo.

Quarantadue società hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nella banca depositaria. Una società ha adottato parzialmente questa raccomandazione, rinviando l'adozione totale a un momento successivo. Trentotto società hanno adottato *tout court* i limiti al cumulo di funzioni nelle società emittenti, mentre due società hanno valutato di individuare limiti al cumulo di funzioni in società emittenti equivalenti a quelli raccomandati dal Protocollo.

Due società hanno scelto di non adottare la raccomandazione; una scelta che è stata in un caso motivata dal peso meramente residuale degli strumenti finanziari nei patrimoni in gestione. Una società, infine, ha adottato parzialmente il limite.





Trentino, Italia  
Ape da miele e raccolta del polline

---

# TASSAZIONE

---

## La riforma della tassazione dei fondi italiani

**Arianna Immacolato, Francesca Moretti**

Nel febbraio del 2011, dopo anni di disallineamento rispetto a quanto già previsto a livello comunitario, è stata finalmente approvata la riforma della fiscalità dei fondi comuni d'investimento italiani. L'industria passa così da un'imposta sui redditi "maturati", direttamente in capo al fondo, a una tassazione applicata all'investitore al momento del riscatto, equiparando in questo modo il trattamento fiscale dei fondi italiani a quello degli omologhi prodotti comunitari. Una riforma che riporta il settore su un *level playing field* a livello europeo ed evita possibili distorsioni nell'applicazione delle nuove regole introdotte dalla direttiva UCITS IV.

Il decreto legge n. 225 del 29 dicembre 2010<sup>1</sup> ha introdotto rilevanti modifiche al regime tributario dei fondi comuni di investimento italiani. Dal 1° luglio del 2011, infatti, gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) di diritto italiano e i fondi lussemburghesi cosiddetti "storici" non sono più soggetti all'imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione e la tassazione avviene in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi.

In buona sostanza, a questi prodotti oggi si applica lo stesso regime fiscale previsto per gli OICVM con sede in un altro Stato membro dell'Unione europea e conformi alle direttive comunitarie ("OICVM comunitari armonizzati"), eliminando così le distorsioni di natura fiscale di cui hanno sofferto, per più di dieci anni, i prodotti italiani del risparmio gestito.

Negli ultimi anni, infatti, si è assistito a un costante e significativo deflusso degli investimenti dai fondi italiani a favore degli omologhi prodotti comunitari. Questo fenomeno ha avuto tra le sue principali cause il differente e più sfavorevole regime fiscale previsto per gli OICVM italiani. E infatti, mentre i

---

*La riforma ha eliminato le distorsioni fiscali di cui l'industria del risparmio gestito ha sofferto per più di dieci anni*

---

<sup>1</sup> Articolo 2, commi da 62 a 79.

redditi dei prodotti italiani erano tassati “per maturazione” direttamente a loro carico - e quindi a prescindere dal fatto che i partecipanti li avessero o meno incassati - i redditi degli OICVM comunitari armonizzati sono da sempre tassati “per cassa” e a carico dei partecipanti, e cioè soltanto al momento della percezione dei proventi.

Il recepimento della direttiva UCITS IV - che prevede l'introduzione di alcuni istituti, come il passaporto europeo e le fusioni transfrontaliere, che necessitano il più possibile di un *level playing field* tra organismi d'investimento istituiti in diversi Paesi dell'Unione europea - ha sicuramente giocato a favore dell'abrogazione del precedente sistema di tassazione, tra l'altro unico nel panorama europeo e addirittura OCSE.

Il passaporto europeo, in particolare, permetterà alle società di gestione di istituire e gestire organismi di investimento in altri Stati membri senza necessità di costituire *in loco* una società di gestione; pertanto, il mantenimento di un sistema di tassazione penalizzante per gli organismi di investimento italiani avrebbe incrementato l'offerta di prodotti esteroinvestiti (i cosiddetti “fondi roundtrip”).

## Il regime degli OICR italiani: dal maturato al realizzato

Il nuovo regime di tassazione degli organismi d'investimento di diritto italiano è disciplinato dal TUIR (art. 73, comma 5-*quiquies*). In particolare, il nuovo regime fiscale si applica a tutti gli OICR istituiti in Italia<sup>2</sup> diversi dai fondi immobiliari<sup>3</sup> e ai fondi lussemburghesi storici.

Viene quindi finalmente individuato un regime fiscale per i fondi che investono in beni diversi dagli strumenti finanziari. Il nuovo regime di tassazione dei fondi comuni, infatti, trova applicazione nei confronti di tutte le tipologie di OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari) di cui l'art. 4 del D.M. 24 maggio 1999, n. 228 consente la costituzione e che, fino all'entrata in vigore della nuova normativa, non sono stati sviluppati a causa dell'incertezza della relativa disciplina fiscale.

Si tratta, in particolare, di OICR che investono il loro attivo in crediti, titoli rappresentativi di crediti e in ogni altro bene per il quale esista un mercato e sia

<sup>2</sup> Ai sensi dell'art. 36 del d.lgs. 25 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

<sup>3</sup> Questi prodotti, infatti, continuano a essere assoggettati al regime fiscale previsto dall'art. 6 del decreto legge 24 settembre 2001, n. 351.

determinabile con certezza il valore con una periodicità almeno semestrale (ad esempio metalli, pietre preziose, beni d'arte, ecc.).

Per quanto riguarda il regime fiscale applicabile, il comma 5-*quiquies* dell'art. 73 del TUIR (oggetto di successive modifiche e integrazioni) stabilisce che i redditi di questi organismi d'investimento “sono esenti dalle imposte sui redditi purché il fondo o il soggetto incaricato della gestione sia sottoposto a forme di vigilanza prudenziale”, e prevede che sui redditi di capitali per i quali l'organismo d'investimento subisce le ritenute alla fonte, queste sono applicate a titolo d'imposta.

In sostanza la nuova normativa ha confermato il principio previsto dal previgente regime fiscale, secondo il quale il prelievo alla fonte sui redditi di capitale è limitato ai proventi soggetti a ritenuta nella misura del 27% (ad esempio interessi e altri proventi da depositi, titoli atipici e obbligazioni con scadenza inferiore a 18 mesi), oltre che ai proventi che, pur scontando un prelievo del 12,5%, sono assoggettati a imposta in modo indifferenziato da parte dell'emittente (ad esempio interessi e altri proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate con scadenza non inferiore a 18 mesi, oppure proventi delle cambiali finanziarie).

Tuttavia, a decorrere dal 1° gennaio del 2012 - a seguito dell'unificazione al 20% dell'aliquota di tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria - è venuta meno la necessità di mantenere nei confronti di questi organismi d'investimento l'applicazione del prelievo alla fonte, con riferimento ai redditi di capitale per i quali, fino al 31 dicembre del 2011, era prevista una tassazione del 27%.

Dal 1° gennaio del 2012, quindi, il prelievo alla fonte sui redditi di capitale percepiti da questi organismi d'investimento è sostanzialmente limitato ai proventi da titoli atipici<sup>4</sup>, nonché agli interessi e altri proventi delle obbligazioni e titoli similari<sup>5</sup> assoggettati alla ritenuta in modo indifferenziato da parte dell'emittente.

In questo modo risultano notevolmente ridotti i fenomeni di doppia imposizione, considerato che per effetto del passaggio della tassazione in capo ai partecipanti, sui proventi per i quali l'organismo di investimento continua a subire le ritenute o le imposte sostitutive alla fonte, si verifica una doppia tassazione dei redditi, non potendo questa essere scomputata dal partecipante.

<sup>4</sup> Di cui agli artt. 5 e 8 del decreto legge 30 settembre 1983, n. 512.

<sup>5</sup> Di cui all'art. 26, primo comma, del d.P.R. 29 settembre 1973, n. 600.

## Il regime di tassazione dei proventi conseguiti dai partecipanti

Con la soppressione dell'imposta sostitutiva sul risultato maturato della gestione dell'organismo d'investimento, a decorrere dal 1° luglio del 2011, la tassazione avviene in via generale in capo ai partecipanti al momento della percezione dei proventi. In particolare, è prevista l'applicazione di una ritenuta alla fonte sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari) e a fondi lussemburghesi storici<sup>6</sup>.

Questa ritenuta - pari al 12,5% fino al 31 dicembre del 2011 ed elevata al 20% a decorrere dal 1° gennaio del 2012 - è applicata sui proventi distribuiti ai partecipanti in costanza di partecipazione all'organismo d'investimento, e su quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote o azioni e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto (il valore e il costo delle quote o azioni è rilevato dai prospetti periodici dell'organismo).

Ai fini dell'applicazione della ritenuta si considera cessione anche il trasferimento di quote o azioni a rapporti di custodia, amministrazione o gestione intestati a soggetti diversi dagli intestatari dei rapporti di provenienza. Per il versamento della ritenuta, considerato che in tal caso non vi è, di fatto, la percezione di alcun corrispettivo, il contribuente è tenuto a fornire al sostituto d'imposta la necessaria provvista.

Inoltre devono considerarsi fiscalmente rilevanti anche le operazioni di *switch* di quote o azioni di organismi di investimento, ossia i trasferimenti effettuati da un comparto a un altro del medesimo organismo di investimento. La rilevanza fiscale di queste operazioni discende sostanzialmente dalla circostanza che, sotto il profilo giuridico, ciascun fondo comune o ciascun comparto di uno stesso fondo costituisce un patrimonio autonomo.

Questa regola non si applica, invece, in caso di operazioni di passaggio tra classi di quote o azioni. Queste, infatti, non costituiscono patrimoni separati e autonomi, ma vengono costituite all'interno di un medesimo organismo di investimento o comparto, per esempio al fine di applicare differenti regimi commissionari in funzione della tipologia dell'investitore.

<sup>6</sup> Ai sensi dell'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973.

Il soggetto tenuto ad applicare la ritenuta è, in via principale, l'emittente delle quote o delle azioni (cioè la SGR, la SICAV e, per le quote o azioni dei fondi lussemburghesi storici, i soggetti incaricati al collocamento delle quote o azioni nel territorio dello Stato).

In caso di negoziazione delle quote o azioni, la ritenuta è invece applicata dai soggetti incaricati della negoziazione (che, in alcuni casi, può coincidere con l'emittente delle quote o azioni). Nel caso in cui le quote o azioni siano immesse in un sistema di deposito accentrato gestito da una società autorizzata (ai sensi dell'art. 80 del TUF, ad esempio Monte Titoli Spa), il sostituto d'imposta è l'intermediario presso cui le quote o azioni sono state depositate e che, direttamente o indirettamente, aderisce al sistema di deposito accentrato.

La ritenuta è applicata a titolo d'acconto in relazione alle partecipazioni detenute nell'esercizio di imprese commerciali, e a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi dall'imposta sul reddito delle società.

Nessuna ritenuta deve essere applicata sui proventi percepiti dai soggetti che risiedono in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni (a oggi si tratta dei Paesi individuati nella cosiddetta *white list*), oltre che da investitori istituzionali esteri, anche se privi di soggettività tributaria, costituiti in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni, di enti e organismi internazionali costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia, dalle banche centrali o dagli organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dallo Stato di residenza.

Per evitare la doppia tassazione dei proventi, è prevista la disapplicazione della ritenuta sui proventi relativi a quote o azioni detenute nell'ambito di gestioni individuali per le quali sia stata esercitata l'opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito<sup>7</sup>, nonché sui proventi percepiti dagli OICR istituiti in Italia (compresi i fondi immobiliari), dai fondi lussemburghesi storici e da forme pensionistiche complementari di cui al d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

In sostanza, a decorrere dal 1° luglio del 2011 i redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari) e a fondi lussemburghesi storici sono assoggettati alle specifiche disposizioni che regolano la tassazione dei soggetti in questione.

<sup>7</sup> Di cui all'art. 7 del d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461.

Dal 1° luglio 2011  
la tassazione  
avviene in capo  
ai partecipanti  
al momento  
della percezione  
dei proventi

Per quanto riguarda i redditi diversi realizzati attraverso il rimborso, la cessione o la liquidazione delle quote o azioni dell'organismo di investimento, nonché le perdite di partecipazione direttamente riferibili al decremento di patrimonio rilevato in capo all'organismo di investimento, si applicano le disposizioni previste per i singoli regimi impositivi<sup>8</sup> (regime della dichiarazione, risparmio amministrato ovvero risparmio gestito); se i redditi sono percepiti nell'ambito di un'attività di impresa commerciale, questi concorrono a formare il reddito d'impresa.

In merito alla tassazione delle plusvalenze e delle minusvalenze, a decorrere dal 1° luglio del 2011 il regime del risparmio amministrato costituisce il regime "naturale" delle quote o azioni degli organismi d'investimento, salvo facoltà per l'investitore di rinunciare all'applicazione con effetto dalla prima operazione successiva.

Relativamente alle minusvalenze, invece, è stato previsto che il rimborso (o la cessione) anche parziale delle quote o azioni di organismi d'investimento costituisce presupposto per il rilascio da parte dell'intermediario della relativa certificazione (oltre, quindi, alle ipotesi di revoca dell'opzione per l'applicazione del risparmio amministrato ovvero di chiusura del rapporto).

Tuttavia il rilascio della certificazione di minusvalenza trova applicazione in tutti quei casi in cui le quote o azioni degli organismi d'investimento siano detenute in un rapporto non formalizzato in un contratto di custodia, amministrazione o deposito, e riguardante esclusivamente le predette quote o azioni. Nelle suddette ipotesi, infatti, essendo il contribuente titolare di sole quote o azioni di organismi d'investimento, risulterebbe nella maggior parte dei casi impossibilitato a utilizzare le minusvalenze realizzate.

Diversamente, cioè nel caso in cui le quote o azioni di OICR siano inserite in un formale contratto di custodia, amministrazione o deposito con opzione per il regime del risparmio amministrato, la certificazione di minusvalenza non può essere rilasciata in occasione del rimborso (o cessione) anche parziale delle quote o azioni, in quanto le minusvalenze devono essere utilizzate nell'ambito del rapporto in cui sono originate.

## Il regime transitorio del fondo e dei partecipanti

Il nuovo regime di tassazione degli OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari)

<sup>8</sup> Di cui agli artt. 5, 6 e 7 del d.lgs. n. 461 del 1997.

e dei fondi lussemburghesi storici ha avuto effetto a partire dal 1° luglio del 2011. Pertanto fino al 30 giugno dello scorso anno hanno trovato applicazione le disposizioni di cui all'art. 8 del d.lgs. n. 461 del 1997 in materia di tassazione del risultato maturato della gestione in capo agli OICVM italiani e ai fondi lussemburghesi storici, e la tassazione dei relativi proventi in capo ai partecipanti.

Sul risultato di gestione maturato fino al 30 giugno del 2011, infatti, le SGR, le SICAV e i soggetti incaricati del collocamento delle quote o azioni di fondi lussemburghesi storici sono tenuti a versare l'imposta sostitutiva del 12,5% (o del 27% sul risultato riferibile all'investimento in partecipazioni qualificate<sup>9</sup>), con la possibilità di effettuare il relativo versamento in un numero massimo di undici rate a partire dal 16 febbraio del 2012. L'imposta da versare all'Erario è determinata applicando le regole ordinarie e, pertanto, solo dopo aver effettuato le ordinarie operazioni di compensazione tra risultati positivi e negativi di gestione conseguiti dai fondi istituiti dalla medesima SGR.

In merito ai risultati negativi di gestione maturati fino al 30 giugno del 2011, e che residuano dopo le ordinarie operazioni di compensazione, è prevista la possibilità di utilizzo (in tutto o in parte) in compensazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR soggetti alla nuova ritenuta<sup>10</sup>, senza limiti di importo.

La scelta dei fondi o dei comparti con risultato negativo con i quali effettuare la compensazione è rimessa alla discrezionalità della SGR, della SICAV o del soggetto incaricato del collocamento delle quote o azioni di fondi lussemburghesi storici.

Nell'ipotesi in cui i risultati negativi non siano stati utilizzati in compensazione al momento della cessazione del fondo o della SICAV, ai partecipanti è riconosciuta una minusvalenza computabile in diminuzione delle plusvalenze nei limiti dei quattro anni successivi, in proporzione alla quota di partecipazione. In tal caso la SGR, la SICAV e il soggetto incaricato del collocamento delle quote o azioni dei fondi lussemburghesi storici rilasciano al partecipante un'apposita certificazione, dalla quale risulta la minusvalenza a questo spettante.

Con il passaggio della tassazione in capo ai partecipanti, sono state previste specifiche disposizioni volte a disciplinare, in funzione della natura dell'investitore

<sup>9</sup> Di cui all'art. 8 del d.lgs. 23 dicembre 1999, n. 505.

<sup>10</sup> Di cui all'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973.

---

*Il regime transitorio ha l'obiettivo di evitare fenomeni di doppia imposizione (o deducibilità) in capo ai partecipanti*

---

(investitore privato, impresa commerciale, investitore non residente, forma pensionistica complementare), il regime di tassazione dei redditi derivanti dalla partecipazione a OICVM italiani e a fondi lussemburghesi storici, con riferimento alle quote o azioni detenute alla data del 30 giugno del 2011. Queste disposizioni hanno l'obiettivo di evitare fenomeni di doppia imposizione dei redditi o di doppia deducibilità delle perdite in capo ai partecipanti, tenuto conto che fino al 30 giugno dello scorso anno è stato applicato il regime di tassazione per maturazione del risultato della gestione dei predetti organismi d'investimento.

In particolare il regime transitorio tiene conto del fatto che, qualora alla data del 30 giugno del 2011 vi sia stato un incremento del valore del patrimonio dell'organismo d'investimento, questo avrà scontato la tassazione in capo all'organismo medesimo. Al contrario, in caso di decremento di valore del patrimonio, la perdita verrà attribuita *pro-quota* ai partecipanti mediante il riconoscimento, in via definitiva, di un maggior valore della quota o azione pari al 12,5% del relativo ammontare (o del 27% in caso di investimento in partecipazioni qualificate). Nessun regime transitorio è stato tuttavia previsto con riferimento ai proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'organismo. Pertanto i proventi periodici percepiti a decorrere dal 1° luglio del 2011 sono soggetti al nuovo regime di tassazione<sup>11</sup>, anche se maturati prima di questa data.

### Le modifiche alla tassazione degli OICVM esteri

La nuova normativa estende il regime di tassazione previsto per i redditi di capitale derivanti dalla partecipazione agli OICVM comunitari armonizzati<sup>12</sup> a quelli derivanti dalla partecipazione a OICVM non armonizzati assoggettati a forme di vigilanza nei Paesi esteri nei quali sono istituiti, situati negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo (SEE) inclusi nella cosiddetta *white list*.

Dal 1° luglio del 2011, infatti, i proventi periodici e quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o cessione delle quote o azioni e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni

<sup>11</sup> Di cui all'art. 26-*quinquies* del d.P.R. n. 600 del 1973

<sup>12</sup> Conformi alla direttiva comunitaria 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009.

medesime degli OICVM comunitari non armonizzati soggetti a vigilanza non concorrono più alla formazione del reddito imponibile dei partecipanti, ma sono soggetti a una ritenuta a titolo d'imposta (nella misura del 12,5% fino al 31 dicembre del 2011, elevata al 20% a partire dal 1° gennaio del 2012) se percepiti al di fuori dell'esercizio di un'impresa commerciale. In sostanza restano soggetti a tassazione progressiva solo i redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICVM non armonizzati che non presentino i requisiti sopra indicati.

Inoltre, analogamente a quanto previsto per gli OICR italiani, anche per gli OICVM comunitari armonizzati e non armonizzati soggetti a vigilanza è stato previsto, come presupposto di tassazione, il trasferimento di quote o azioni a un diverso intestatario. Peraltro, sempre come precisato per gli OICR italiani, devono considerarsi fiscalmente rilevanti anche le operazioni di *switch* riguardanti quote o azioni di organismi d'investimento, ossia i trasferimenti effettuati da un comparto a un altro del medesimo organismo d'investimento.

Oltre alle modifiche al regime di tassazione dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICVM comunitari non armonizzati soggetti a vigilanza, sono state apportate modifiche anche alle disposizioni in materia di sostituto d'imposta sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a tutte le tipologie di OICVM esteri. In particolare, con riferimento alle quote o azioni degli OICVM comunitari armonizzati o non armonizzati soggetti a vigilanza collocate nel territorio dello Stato, è stato confermato che la ritenuta è applicata dai soggetti residenti incaricati del pagamento dei proventi, del riacquisto o della negoziazione delle quote o azioni. Nel caso in cui le azioni o quote dei predetti OICVM siano invece collocate all'estero (o comunque i relativi proventi siano conseguiti all'estero), è prevista l'applicazione della ritenuta da parte dei soggetti che intervengono nella loro riscossione. Tuttavia, qualora i proventi siano conseguiti senza l'intervento di un intermediario incaricato della loro riscossione, gli stessi dovrebbero comunque essere assoggettati a imposizione sostitutiva a cura del contribuente in dichiarazione dei redditi.

Per i proventi derivanti dalla partecipazione agli OICVM non armonizzati, i cui proventi rimangono soggetti a tassazione progressiva, il soggetto tenuto ad applicare la ritenuta a titolo d'acconto è in ogni caso quello che interviene nella loro riscossione, a prescindere dal fatto che le quote o azioni siano o meno collocate nel territorio dello Stato.

# L'introduzione dell'aliquota unica

**Arianna Immacolato, Francesca Moretti**

Dal 1° gennaio del 2012 è entrata in vigore la nuova disciplina di tassazione delle rendite finanziarie, che prevede l'introduzione di un'unica aliquota pari al 20% sulle ritenute e le imposte sostitutive sugli interessi, premi e ogni altro provento che costituisce reddito di capitale e le imposte sostitutive sui redditi diversi. Una modifica che ha riguardato anche i proventi dei fondi comuni d'investimento e dei risultati delle gestioni patrimoniali, fatta salva la quota di provento riferibile all'investimento in titoli pubblici.

A decorrere dal 1° gennaio del 2012<sup>1</sup> le ritenute e le imposte sostitutive applicabili sui redditi di capitale (di cui all'art. 44 del TUIR) e sui redditi diversi di natura finanziaria (di cui all'art. 67, comma 1, lett. da *c-bis* a *c-quinquies*) del medesimo decreto) sono applicate nella misura del 20% in luogo delle diverse aliquote applicabili sulla base del previgente regime (12,5%, 27% e 20% limitatamente ai proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari e SIQ).

Una deroga all'applicazione dell'aliquota unica, tuttavia, è stata prevista con riferimento ai redditi:

- a) delle obbligazioni e degli altri titoli del debito pubblico e a questi equiparati, oltre che delle obbligazioni emesse dagli Stati esteri inclusi nella *white list*, per i quali trova applicazione l'aliquota del 12,5% sui redditi di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria;
- b) dei titoli di risparmio per l'economia meridionale, su cui continua ad applicarsi l'imposta sostitutiva nella misura del 5% sugli interessi, premi e altri proventi;
- c) dei piani di risparmio a lungo termine appositamente istituiti (la cui disciplina, ad oggi, è ancora da definire).

Sono state inoltre escluse dall'applicazione dell'aliquota al 20% le forme pensionistiche complementari, costituite nella forma di fondo pensione o mediante contratto di assicurazione, i cui rendimenti netti maturati continuano a essere

<sup>1</sup> Per effetto delle previsioni contenute nell'art. 2, commi 6 e seguenti, del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138.

assoggettati a imposizione nella misura dell'11%; aliquota che è stata confermata anche con riferimento agli utili distribuiti da società ed enti residenti a fondi pensione istituiti negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo (SEE) inclusi nella *white list*.

Inoltre, resta ferma l'applicazione della ritenuta nella misura dell'1,375% sugli utili corrisposti alle società e agli enti soggetti a un'imposta sul reddito delle società negli Stati UE e SEE inclusi nella *white list*, nonché la ritenuta del 5% sugli interessi e altri proventi relativi a finanziamenti infragruppo percepiti da imprese estere.

### Unificazione dell'aliquota: impatto su OICR e gestioni individuali di portafoglio

Come già anticipato, a decorrere dal 1° gennaio del 2012 le ritenute e le imposte sostitutive sui redditi di capitale e sui redditi diversi di natura finanziaria derivanti dalla partecipazione a OICR italiani ed esteri sono applicate nella misura del 20%, venendo così meno le differenze di trattamento previste dal previgente sistema di tassazione (ad esempio le differenze tra il regime di tassazione dei redditi derivanti dalla partecipazione a fondi mobiliari italiani ed esteri rispetto a quello previsto per i redditi derivanti da fondi immobiliari di diritto italiano e fondi immobiliari di diritto estero).

Tuttavia, con riferimento ai redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a OICR italiani (diversi dai fondi immobiliari) e a fondi lussemburghesi storici, oltre che ai redditi derivanti dalla partecipazione a OICVM comunitari armonizzati o non armonizzati soggetti a vigilanza, la base imponibile su cui applicare la ritenuta del 20% deve essere ridotta di una quota dei proventi riferibili alle obbligazioni e agli altri titoli di cui all'art. 31 del d.P.R. n. 601 del 1973 ed equiparati, nonché alle obbligazioni emesse dagli Stati esteri UE e SEE inclusi nella *white list*.

Questo al fine di assicurare che i redditi di capitale e i redditi diversi derivanti dai predetti titoli, che rientrano tra quelle fattispecie per le quali è stata prevista una deroga all'applicazione dell'aliquota del 20%, vengano tassati nella misura del 12,5% anche nell'ipotesi di investimento indiretto tramite la partecipazione a organismi d'investimento.

Il criterio di individuazione della quota è stato definito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 13 dicembre del 2011. In particolare il decreto stabilisce che i proventi, derivanti dalla partecipazione a questi organismi d'investimento, si considerano riferibili ai titoli pubblici italiani ed esteri in proporzione alla percentuale media dell'attivo investita nei titoli medesimi, direttamente o indirettamente per il tramite di altri organismi di investimento. In modo speculare questo criterio trova applicazione anche ai fini della determinazione delle perdite fiscalmente rilevanti, derivanti dalla partecipazione agli organismi d'investimento in oggetto.

La percentuale media d'investimento deve essere rilevata sulla base degli ultimi due prospetti, semestrali o annuali, redatti e diffusi presso il pubblico entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, di riscatto, cessione o liquidazione delle quote o azioni. Pertanto, ai fini del calcolo della percentuale media, gli organismi d'investimento che redigono prospetti semestrali e annuali devono assumere i dati indicati nell'ultima relazione semestrale e nell'ultimo rendiconto annuale o bilancio d'esercizio approvati e diffusi entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, riscatto, cessione o liquidazione delle quote o azioni; per quelli che redigono esclusivamente il prospetto annuale, invece, la percentuale media è rilevata sulla base degli ultimi due rendiconti annuali o degli ultimi due bilanci d'esercizio approvati e diffusi entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, riscatto, cessione o liquidazione delle quote o azioni.

A titolo di esempio, nel caso di organismi d'investimento che redigono prospetti semestrali e annuali con periodo contabile coincidente con l'anno solare, ai fini della tassazione dei proventi periodici distribuiti nel corso del primo semestre del 2012, o di quelli conseguiti per effetto di operazioni di riscatto, cessione o liquidazione delle quote o azioni effettuate nel primo semestre del 2012, si deve tenere conto della percentuale media determinata assumendo i valori evidenziati nella relazione semestrale al 30 giugno del 2011 e nel rendiconto annuale al 31 dicembre del 2010.

Con riferimento ai redditi di capitale conseguiti nel corso del secondo semestre del 2012, invece, rileva la percentuale media determinata assumendo i valori indicati nella relazione semestrale al 30 giugno del 2011 e al rendiconto annuale del 31 dicembre del 2011.

---

*La ritenuta del 12,5% vale ancora soltanto per le obbligazioni e gli altri titoli per cui è prevista una deroga esplicita all'aliquota unificata del 20%*

---



Una deroga a questo criterio è prevista nel caso in cui, al momento del conseguimento dei proventi, sia stato redatto un solo prospetto. La deroga è sostanzialmente prevista per gli organismi d'investimento di nuova istituzione ed è volta a consentire la riduzione, con riferimento all'investimento da parte del fondo in titoli pubblici italiani ed esteri, della base imponibile dei proventi derivanti dalla partecipazione al fondo stesso, in funzione della percentuale media determinata sulla base di un unico prospetto redatto. Di contro, qualora al momento del conseguimento dei proventi non sia stato ancora redatto un prospetto, i proventi saranno soggetti alla ritenuta del 20% sul loro intero ammontare.

Nel caso di operazioni di fusione, il decreto stabilisce che la percentuale media deve essere determinata sulla base della somma dei valori risultanti dagli ultimi due prospetti redatti dagli organismi d'investimento oggetto dell'operazione. In pratica, in questi casi la percentuale media viene determinata come se, alle date di riferimento dei prospetti rilevanti ai fini del calcolo della percentuale, l'operazione di fusione fosse stata già perfezionata.

Da un punto di vista applicativo, la quota di provento (o perdita) imputabile ai titoli pubblici italiani ed esteri è determinata applicando la percentuale media dell'investimento nei predetti titoli, calcolata secondo i criteri sopra specificati, all'importo del reddito di capitale (o della perdita) derivante dalla partecipazione all'organismo d'investimento.

La parte di provento riferibile ai titoli pubblici italiani ed esteri, individuata applicando la percentuale media all'importo del provento conseguito, come precisato nel decreto, è soggetta a ritenuta del 20% solo nel limite del 62,5% del relativo ammontare. Di converso, le perdite che si considerano riferibili ai predetti titoli possono essere portate in deduzione per una quota pari al 62,5%.

Pertanto la ritenuta del 20% si applica sui proventi derivanti dalla partecipazione agli organismi di investimento in commento su un importo al netto del 37,5% dei proventi riferibili alle obbligazioni e agli altri titoli pubblici italiani ed esteri. Allo stesso modo, le perdite derivanti dalla partecipazione a OICR riferibili ai titoli pubblici italiani ed esteri possono essere portate in deduzione dalle plusvalenze e dagli altri redditi diversi, per un importo ridotto del 37,5% del loro ammontare.

## Impatto nell'ambito delle gestioni individuali di portafoglio

Nel caso in cui i titoli pubblici italiani ed esteri siano inseriti nell'ambito di gestioni individuali di portafoglio, con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, al fine di assicurare la tassazione dei relativi redditi nella misura del 12,5%, è stato previsto che, in sede di determinazione del risultato maturato di gestione da assoggettare a imposta sostitutiva del 20%, questi sono computati nella misura del 62,5% del relativo ammontare. Peraltro, sebbene sia previsto il concorso alla formazione del risultato maturato della gestione dell'ammontare dei redditi derivanti dai titoli in questione "realizzato" nel periodo d'imposta, devono essere computati nella misura del 62,5% anche i proventi *medio tempore* maturati e le plusvalenze (o minusvalenze) da valutazione.

Per quanto concerne invece i redditi derivanti dalla partecipazione a organismi d'investimento, i criteri di determinazione e imputazione dei proventi riferibili ai titoli pubblici italiani ed esteri, stabiliti con d.m. 13 dicembre 2011, trovano applicazione anche con riferimento alle quote o azioni degli organismi d'investimento detenute nell'ambito di gestioni individuali di portafoglio, con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito. Ne consegue che i proventi e le perdite derivanti dalla partecipazione a organismi d'investimento riferibili ai titoli pubblici italiani ed esteri concorrono alla formazione del risultato maturato della gestione, nei limiti del 62,5% del relativo ammontare.

Le plusvalenze e le minusvalenze realizzate attraverso la cessione o il rimborso (o liquidazione) delle quote o azioni di organismi d'investimento, acquistate o cedute a prezzi diversi da quelli risultanti dai prospetti periodici, concorrono invece alla formazione del risultato maturato della gestione per l'intero ammontare, in quanto non derivanti dall'investimento nei titoli pubblici italiani ed esteri.



Isle Kerguelen, Oceano Indiano  
Colonia di pinguini reali

---

# CORPORATE GOVERNANCE

---

La rappresentanza delle minoranze:  
ultime novità in tema di *corporate  
governance* e bilancio dell'attività  
delle SGR nel 2011

**Alessia Di Capua**

La recente riforma della normativa europea in tema di *corporate governance* ha introdotto importanti novità per gli investitori istituzionali, dando loro la possibilità di avere un ruolo più attivo nella *governance* degli emittenti. L'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti (DSHR), infatti, ha innovato le norme sulle modalità di partecipazione alle assemblee delle società quotate e sull'esercizio del diritto di voto, con importanti e concreti risultati nel corso dell'ultima stagione assembleare.

## **L'evoluzione della normativa riguardante la *governance* delle società quotate**

La *corporate governance* delle società quotate è stata interessata di recente da rilevanti innovazioni, per lo più in seguito al recepimento in Italia della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (di seguito "DSHR"). Il recepimento è avvenuto con l'approvazione del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 (di seguito "Decreto"). Il Decreto, in linea con gli obiettivi della DSHR, ha reso più agevole la partecipazione degli azionisti alla vita delle società, favorendo l'esercizio anche transfrontaliero del diritto di voto.

Gli interventi hanno interessato in primo luogo le norme sulla convocazione dell'assemblea, sul contenuto dell'avviso di convocazione, sulla legittimazione a intervenire e a votare, sulla rappresentanza in assemblea, sull'integrazione dell'ordine del giorno, sulla pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali e, soprattutto, sulla presentazione delle liste per l'elezione degli organi di amministrazione e

controllo delle società quotate. Inoltre, sono state apportate considerevoli modifiche alla normativa sulla gestione accentrata e sulla dematerializzazione.

In merito alle modalità di esercizio del diritto di voto in assemblea - e in particolare con riferimento al rinnovo delle cariche sociali - il Decreto non si è limitato a trasporre nel nostro ordinamento la disciplina minimale delineata dal legislatore comunitario, volta a rimuovere gli ostacoli all'esercizio di tale diritto. Questo, in sostanza, avrebbe comportato la permanenza del mercato italiano nel novero degli *share blocking market*, proprio per l'esercizio del diritto di voto su una delle materie più significative di competenza dell'assemblea.

In Italia, invece, sono state introdotte alcune innovazioni di rilievo ai due aspetti principali riguardanti le procedure di rinnovo degli organi sociali, ovvero i termini per la convocazione dell'assemblea e i termini e le modalità di deposito delle liste, con la previsione di un meccanismo di "*record date* mobile" per la legittimazione al deposito delle medesime liste.

Nel nostro ordinamento, infatti, la nomina degli organi di amministrazione e di controllo delle società avviene attraverso il meccanismo del voto di lista, con una riserva di almeno un posto in ciascun organo della società a favore dei candidati proposti dagli azionisti di minoranza.

Fino all'entrata in vigore del Decreto, il meccanismo del voto di lista richiedeva la certificazione del possesso azionario necessario per il deposito previsto dalla legge e, quindi, il blocco dei titoli dal giorno dell'emissione della certificazione fino a quello della scadenza del termine per il deposito delle liste stesse.

Questo blocco, conseguente alla richiesta di certificazione, ha sempre rappresentato un potente disincentivo alla presentazione delle liste e la semplice introduzione della *record date* per il voto in assemblea non avrebbe eliminato il blocco dei titoli per quegli azionisti che avessero voluto eleggere dei componenti degli organi sociali.

Il Decreto ha modificato i termini per la presentazione e la pubblicità delle liste, inserendo le relative disposizioni, prima definite in sede di regolamentazione secondaria, nella normativa primaria. Il sistema previsto realizza una *record date* mobile che agevola i soggetti presentatori, poiché elimina il blocco dei titoli anche in relazione alla determinazione della titolarità della partecipazione richiesta per il deposito stesso.

E' stato inoltre fissato un termine unico per il deposito delle liste per il rinnovo sia degli organi di amministrazione sia degli organi di controllo: queste

devono essere depositate entro il venticinquesimo giorno antecedente la data dell'assemblea. Grazie all'anticipazione della pubblicazione dell'avviso di convocazione (al quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea, in caso di elezione degli organi sociali), gli azionisti hanno comunque a disposizione almeno quindici giorni per depositare le liste di voto da quando hanno notizia della convocazione dell'assemblea.

La disciplina precedente lasciava invece liberi gli statuti di indicare il termine per il deposito delle liste per il rinnovo degli organi amministrativi e stabiliva il termine di quindici giorni antecedenti l'assemblea per il deposito delle liste dei soli organi di controllo (fermo restando l'obbligo di pubblicare le liste per l'elezione di tutte le cariche sociali almeno dieci giorni prima dell'assemblea).

La definizione delle modalità di deposito delle liste è rimasta di competenza della Consob e la titolarità della quota minima di partecipazione, necessaria per il deposito della lista, continua a essere determinata con riferimento alle azioni registrate a favore dei presentatori nel giorno in cui le liste sono state depositate. La certificazione del possesso azionario, invece, può essere prodotta anche successivamente al deposito, purché entro il termine per la pubblicazione delle liste (ovvero fino a ventun giorni prima dell'assemblea). La nuova norma, ammettendo la certificazione *ex post*, consente agli azionisti di non bloccare i titoli per l'emissione della certificazione da parte dell'intermediario e di non dover tenere i titoli in portafoglio fino allo scadere del termine ultimo per il deposito della lista (come era previsto in precedenza).

La certificazione, infatti, fa riferimento ai titoli in possesso degli azionisti alla data effettiva di deposito, che può essere effettuato dal giorno di pubblicazione dell'avviso di convocazione sino al termine ultimo di venticinque giorni prima dell'assemblea.

Questa nuova disciplina permette un migliore coordinamento con la tempistica generalmente utilizzata per l'esercizio del diritto di voto da parte di investitori istituzionali, anche attraverso *proxy advisor* e *proxy agent*: la prassi internazionale generale, infatti, prevede che i *proxy advisor* forniscano l'analisi dei punti all'ordine del giorno almeno quindici giorni prima dell'assemblea e gli investitori istituzionali comunichino le istruzioni di voto almeno otto giorni prima della data fissata per l'adunanza.

Anche questi investitori possono oggi avere tutti i dati necessari a formulare adeguatamente il proprio voto, poiché sono informati correttamente e con sufficiente anticipo circa le liste presentate.

Un'altra importante innovazione, che ha agevolato la presentazione delle liste, è rappresentata dal coordinamento della disciplina del voto di lista nelle società privatizzate quotate con quanto disciplinato dal TUF per le altre società quotate (fermi restando gli ulteriori presidi a tutela delle minoranze previsti dalla legge sulle privatizzazioni).

Il Decreto ha stabilito, infatti, che anche alle società privatizzate di cui alla legge n. 474/94 si applichino le disposizioni dettate dal TUF in materia di avviso di convocazione dell'assemblea e di elezione degli organi sociali. Particolare rilevanza assume l'eliminazione della previsione del *quorum* minimo, pari all'1% del capitale sociale, per la presentazione delle liste per il rinnovo degli organi sociali (indipendentemente dalla capitalizzazione delle società) condizione che costituiva una pesante discriminazione per gli azionisti di importanti società come ad esempio Eni, Enel e Finmeccanica.

Un altro aspetto su cui è intervenuto il Decreto riguarda la convocazione dell'assemblea di bilancio. Si tratta di un tema non direttamente connesso al recepimento della Direttiva, ma comunque rilevante ai fini dell'agevolazione della partecipazione alle assemblee e al conseguente esercizio del diritto di voto, perché permette l'allungamento della "stagione assembleare".

Il Decreto, infatti, ha reintrodotto anche per le società quotate la possibilità di svolgere le assemblee entro centottanta giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, anziché entro gli ordinari centoventi giorni. Il prolungamento della stagione assembleare rappresenta un evidente vantaggio per gli investitori con molti titoli in portafoglio (tipicamente gli investitori istituzionali), poiché hanno a disposizione tempi più lunghi per l'esame della documentazione delle diverse società (depositata unitamente alla convocazione dell'assemblea) e possono quindi partecipare e votare sugli argomenti all'ordine del giorno a seguito di una analisi più approfondita.

### L'introduzione della *record date*

Una novità di grande interesse, introdotta nel nostro ordinamento con il recepimento della DSHR, è il meccanismo della *record date* per la legittimazione alla partecipazione alle assemblee e all'esercizio del diritto di voto nelle società italiane quotate.

Questo meccanismo prevede che la legittimazione a partecipare alle assemblee

e a votare sia attribuita al soggetto che è titolare delle azioni al termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea. La titolarità delle azioni deve essere attestata da una comunicazione dell'intermediario, tenutario dei conti sui quali sono registrate le azioni dell'emittente e i relativi trasferimenti, alla stessa società emittente.

Pertanto possono intervenire in assemblea e votare anche coloro che non sono più titolari delle azioni al momento dello svolgimento dell'assemblea, mentre non possono farlo coloro che hanno acquistato azioni dopo la *record date*, anche se questi ultimi sono titolari di azioni il giorno di svolgimento dell'adunanza.

Questa norma intende promuovere la partecipazione all'assemblea e favorire l'esercizio del diritto di voto. La scelta delle modalità pratiche e della tempistica di voto si ispira alle *best practice* internazionali, così da facilitare anche gli azionisti esteri che operano attraverso sistemi di *proxy voting*.

Sempre al fine di agevolare la partecipazione all'assemblea e l'esercizio del voto, è stato inoltre eliminato definitivamente anche il blocco dei titoli per le società quotate.

Ai sensi del combinato disposto dei nuovi artt. 2370 c.c. e 83-sexies del TUF, le società, le cui azioni sono ammesse alla gestione accentrata (siano esse quotate o con azioni diffuse in misura rilevante, o anche società che volontariamente aderiscono al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione) non possono più prevedere il deposito preventivo delle azioni per l'esercizio del voto. Inoltre viene precisato che in assemblea possono intervenire non più solo gli azionisti con diritto di voto, ma genericamente tutti "coloro ai quali spetta il diritto di voto" (in base alla registrazione effettuata entro la data di registrazione).

La disciplina precedente lasciava invece all'autonomia statutaria delle società quotate la facoltà di introdurre il blocco dei titoli, non superiore a due giorni, per esercitare i diritti di intervento e di voto in assemblea. Lo schema di seguito illustra in sintesi le principali *dead line* che regolano l'andamento della stagione assembleare dopo l'entrata in vigore del Decreto.



## Il Libro Verde dell'Unione europea

Il costante interesse nei confronti della *corporate governance* in ambito europeo conferma la centralità di questa tematica per lo sviluppo di un mercato efficiente, nonché il primato dell'Italia, che vanta in questo settore una normativa particolarmente avanzata, presa a modello dalla stessa Commissione europea.

Nel 2011 la Commissione ha predisposto un Libro Verde in materia di *corporate governance* delle società quotate dell'Unione europea, sottoponendolo a pubblica consultazione. Rinviando per alcuni profili generali al precedente Libro Verde sul governo societario negli istituti finanziari, adottato nel 2010, la Commissione ha concentrato l'attenzione su tre argomenti principali: il consiglio di amministrazione, gli azionisti e i codici di autodisciplina, compreso il principio del *comply or explain*.

Con riferimento al consiglio di amministrazione, la Commissione ne ha ribadito il ruolo cruciale nella gestione e nella responsabilizzazione della società e, tra i molti profili esaminati, ha evidenziato la necessità che accanto agli amministratori esecutivi siano presenti, al suo interno, anche membri senza incarichi esecutivi.

Gli amministratori non esecutivi, infatti, possono offrire capacità e punti di vista diversi, nonché esperienze professionali adeguate; inoltre, proprio per la loro posizione, possono arrivare a contestare - se necessario - le decisioni di volta in volta assunte dal *board*.

Ritenendo l'attivismo degli azionisti uno dei presupposti fondamentali della *corporate governance*, la Commissione ha inoltre avviato una riflessione sulle azioni da intraprendere per incoraggiare un maggior numero di azionisti ad assumere un ruolo più attivo nelle società e per assicurare un'adeguata tutela agli azionisti di minoranza (soprattutto agli investitori di lungo termine).

Sull'ultimo profilo, in particolare, la Commissione si è domandata tra l'altro se si debba rendere obbligatoria la divulgazione delle politiche di voto e dei risultati delle votazioni, nonché le strutture di incentivo, con lo scopo di favorire una maggiore consapevolezza degli investitori e un miglior dialogo tra investitori e azionisti. Un'analoga riflessione è aperta anche con riferimento ai meccanismi di identificazione degli azionisti e al ruolo dei *proxy advisor*.

Nell'affrontare il tema degli ostacoli alla partecipazione degli azionisti alla vita societaria, infine, la Commissione si è soffermata sia sulle forme di tutela degli azionisti di minoranza - citando come esempio la scelta italiana di rafforzare i loro diritti con la previsione di una riserva di posti negli organi sociali - sia

sull'importanza dell'autodisciplina regolata dal principio *comply or explain*, come mezzo per garantire la flessibilità necessaria nell'adozione delle diverse modalità scelte di governo societario.

## La stagione assembleare 2011: il ruolo degli investitori istituzionali

La stagione assembleare 2011 ha visto consolidarsi l'impegno dell'associazione nel tutelare i diritti degli azionisti, anche attraverso il costante supporto informativo e amministrativo al Comitato per la *corporate governance* (composto dai rappresentanti delle SGR associate), in occasione della presentazione delle liste per l'elezione degli amministratori e sindaci di minoranza nelle società quotate.

Rispetto alle stagioni precedenti sono stati ulteriormente promossi e intensificati i contatti con gli investitori istituzionali esteri, finalizzati principalmente alla loro partecipazione al raggiungimento del *quorum* per il deposito delle liste e all'esercizio del voto nelle assemblee.

Il bilancio della scorsa stagione assembleare, anche alla luce di questi contatti, è stato molto positivo. Le SGR associate ad Assogestioni, insieme agli investitori esteri, hanno preso in considerazione e presentato liste per l'elezione degli organi amministrativi o di controllo in 12 società tra quelle con maggiore capitalizzazione del mercato italiano.

Al termine della stagione sono risultati eletti 26 consiglieri di amministrazione, 7 presidenti di collegi sindacali e 1 sindaco effettivo, oltre a 7 sindaci supplenti. Tutti i nominativi proposti dalle SGR e dagli investitori esteri rispettano i requisiti di indipendenza fissati dal Codice di Autodisciplina e gli ulteriori requisiti relativi ai limiti al cumulo degli incarichi previsti dai "Principi e regole per la scelta dei candidati alle cariche sociali" (definiti dal Comitato per la *corporate governance*). Circa la metà degli eletti ha maturato significative esperienze internazionali e molti hanno un'età inferiore ai 50 anni.

Proprio nella stagione assembleare 2011 sono state utilizzate per la prima volta le nuove procedure per il deposito delle liste per il rinnovo delle cariche sociali e la partecipazione alle assemblee, introdotte nel nostro ordinamento con il recepimento della DSHR.

Grazie all'introduzione del meccanismo della *record date* per la partecipazione

L'Italia vanta una normativa particolarmente avanzata in tema di governance, presa a modello anche dalla Commissione europea

all'assemblea, in particolare, l'esercizio del diritto di voto è stato consentito a un numero maggiore di azionisti rispetto agli scorsi anni.

I dati delle votazioni evidenziano come gli investitori istituzionali italiani ed esteri, nonché i *proxy advisor* internazionali, abbiano accolto sempre con favore la presentazione di liste di minoranza da parte delle SGR associate e degli investitori esteri. Queste liste, infatti, sono state votate dalla quasi totalità degli investitori istituzionali (anche esteri) presenti nelle assemblee, ottenendo un numero di voti fino a venti volte superiore al *quorum* richiesto per la loro presentazione.



Sopra: Yunnan, Cina, contadino in bicicletta  
Sotto: Shanghai, Cina, quartiere Pudong



---

# MERCATO IMMOBILIARE

---

## Il ruolo delle SGR nel processo di valorizzazione degli immobili pubblici

**Sonia Maffei**

Il 2011 è stato un anno piuttosto difficile anche per il settore immobiliare, che ha risentito, in parte, dell'instabilità e dell'incertezza dei mercati finanziari. Per contro, l'industria dei fondi immobiliari ha visto crescere sia il patrimonio sia il volume delle attività, a conferma della vitalità e potenzialità del settore. In questo contesto, le SGR potranno avere un ruolo importante anche nel piano di riordino e valorizzazione degli immobili dello Stato, una preziosa opportunità per migliorare la gestione del patrimonio pubblico e contribuire a riportare l'economia italiana su un terreno più stabile.

Nel corso del 2011, si sono succeduti diversi interventi normativi destinati a favorire il processo di valorizzazione e dismissione degli immobili pubblici che vedono coinvolti, a vario titolo, gli operatori del risparmio gestito attivi nel settore dei fondi immobiliari.

Sulla scia dei programmi già avviati in precedenza<sup>1</sup>, il legislatore ha provveduto a:

1. individuare un'ampia gamma di strumenti di finanza immobiliare e/o societari, al fine di ottimizzare il corretto utilizzo degli immobili appartenenti allo Stato e agli enti territoriali per trasformarli in risorse finanziarie<sup>2</sup>;
2. perfezionare le procedure amministrativo-urbanistiche per il riordino, la gestione e la valorizzazione del patrimonio immobiliare delle Regioni, Province, Comuni e degli altri Enti locali<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Prima con i decreti-legge n. 351 del 2001 e n. 112 del 2008, e poi con i decreti-legge n. 98 del 2011 recante "Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria" e n. 201 del 2011, contenente "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici".

<sup>2</sup> Cfr. gli articoli 33 e 33-bis del d.l. n. 98 del 2011 concernenti, rispettivamente, le Disposizioni in materia di valorizzazione del patrimonio immobiliare e il Processo di valorizzazione degli immobili pubblici.

<sup>3</sup> Cfr. articolo 58 (Disposizioni in materia di valorizzazione del patrimonio immobiliare) del d.l. n. 112 del 2008 e articolo 3-ter (Processo di valorizzazione degli immobili pubblici) del d.l. n. 351 del 2001. Così come modificato dall'articolo 6, comma 7, della legge 12 novembre 2011, n. 183 (cosiddetta "Legge di Stabilità").

---

*Gli operatori del risparmio gestito saranno coinvolti nel processo di valorizzazione e dismissione degli immobili pubblici*

---

Un primo importante coinvolgimento degli operatori del risparmio gestito è previsto, innanzitutto, dall'articolo 33<sup>4</sup> del d.l. n. 98 del 2011, che introduce rilevanti novità al fine di rendere operativi sia il piano di alienazione e valorizzazione degli immobili di Regioni, Province, Comuni e altri Enti locali sia il cosiddetto "federalismo demaniale".

È infatti previsto che il Ministero dell'economia e delle finanze costituirà, con proprio decreto<sup>5</sup>, una società di gestione del risparmio (SGR)<sup>6</sup> con capitale sociale di due milioni di euro interamente detenuto dal predetto dicastero, al fine di istituire uno o più fondi comuni d'investimento immobiliare chiusi (cosiddetti fondi "nazionali"). Questi fondi parteciperanno, a loro volta, in fondi "locali" (cosiddetti fondi *target*) promossi da Regioni, Province, Comuni (anche in forma consorziata) e altri Enti pubblici, o da società interamente partecipate da questi stessi Enti, per la valorizzazione o dismissione del proprio patrimonio immobiliare disponibile.

Tra gli investitori qualificati che potranno sottoscrivere quote del fondo "nazionale", la normativa individua:

- **le imprese di assicurazione**, dal momento che l'impiego di risorse economiche, da parte di queste, risulta compatibile con le disposizioni in materia di copertura delle riserve tecniche;
- **gli enti pubblici di natura assicurativa o previdenziale**, che potranno sottoscrivere quote nei limiti del 20% del piano di impiego dei fondi disponibili;
- **la Cassa depositi e prestiti**, con un investimento da effettuarsi secondo le modalità indicate dal decreto-legge n. 5 del 10 febbraio del 2009.

Il sistema, quindi, dovrebbe basarsi su un meccanismo in forza del quale i fondi "nazionali" sottoscriveranno quote dei fondi "target", affinché questi ultimi raggiungano la liquidità necessaria per attuare progetti di valorizzazione del proprio patrimonio immobiliare.

Oltre alla sottoscrizione di quote di OICR "locali", al fondo "nazionale" è riconosciuta la possibilità di investire:

<sup>4</sup> Così come modificato dall'articolo 6, comma 7, della legge 12 novembre 2011, n. 183 (cosiddetta "Legge di Stabilità").

<sup>5</sup> La pubblicazione del decreto fa luogo a ogni adempimento di legge.

<sup>6</sup> Le azioni della predetta SGR possono essere trasferite, a titolo gratuito, all'Agenzia del demanio mediante decreto del Ministero dell'economia e delle finanze (cfr. articolo 33, comma 8-bis).

- **direttamente**, al fine di acquisire immobili condotti in locazione passiva dalle pubbliche amministrazioni;
- **in immobili a uso ufficio di proprietà degli enti territoriali**, utilizzati dagli stessi o da altre pubbliche amministrazioni<sup>7</sup>;
- **in immobili di proprietà degli enti territoriali, di cui sia completato il processo di valorizzazione edilizio-urbanistico**, qualora inseriti in programmi di valorizzazione, recupero e sviluppo territoriale<sup>8</sup>;
- **in fondi titolari di diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali**, che prevedano la possibilità di locare, in tutto o in parte, il bene oggetto della concessione. A tale riguardo, è importante sottolineare che sarà compito del Ministro dell'economia e delle finanze determinare, con apposito decreto, le modalità con le quali il fondo "nazionale" dovrà partecipare in OICR il cui patrimonio è investito in diritti di concessione o d'uso su beni indisponibili e demaniali destinati alla locazione.

Appare poi opportuno rilevare come nei fondi "locali" possano essere apportati, a fronte dell'emissione di quote, sia i beni immobili inseriti nel patrimonio degli Enti locali sia i beni statali che verranno attribuiti, a titolo non oneroso (in virtù del d.lgs. n. 85 del 2010, cosiddetto "federalismo demaniale") a Regioni, Province, Comuni e Città metropolitane, per la massima valorizzazione.

A quest'ultimo riguardo occorre ricordare, inoltre, come la domanda di attribuzione che le Regioni e gli Enti locali dovranno presentare all'Agenzia del demanio per l'acquisizione dei beni, contenuti negli elenchi pubblicati con uno o più decreti del Presidente del consiglio dei ministri, potrà essere motivata dal trasferimento dei beni medesimi ai fondi "locali"<sup>9</sup> e <sup>10</sup>.

Sempre in tema di apporti, poi, risulta essenziale sottolineare che questi potranno avvenire sulla base di progetti di utilizzo o di valorizzazione (approvati con delibera dell'organo di governo dell'ente), previo esperimento di procedure di

<sup>7</sup> Cfr. articolo 33, comma 8-bis, del d.l. n. 98 del 2011.

<sup>8</sup> Cfr. articolo 33, comma 8-bis, del d.l. n. 98 del 2011.

<sup>9</sup> Cfr. articolo 33, comma 2, del d.l. n. 98 del 2011: "Nel caso dei beni individuati sulla base di quanto previsto dall'articolo 3, comma 3, del decreto legislativo 28 maggio 2010, n. 85, la domanda prevista dal comma 4, dell'articolo 3 del citato decreto legislativo può essere motivata dal trasferimento dei predetti beni ai fondi di cui al presente comma".

<sup>10</sup> L'articolo 33, comma 2, del d.l. n. 98 del 2011 abroga l'articolo 6 del d.lgs. n. 85 del 2010.

selezione a evidenza pubblica della SGR<sup>11</sup>. Inoltre, va del pari specificato come le proposte di valorizzazione potranno essere presentate anche dai privati.

Infine, si rileva come gli apporti ai fondi "locali" potranno essere altresì effettuati dai fondi immobiliari istituiti ai sensi del d.l. n. 351 del 2001<sup>12</sup>.

Il decreto-legge n. 98 del 2011, poi, ha introdotto importanti novità procedurali sul fronte della valorizzazione degli immobili oggetto di apporto nei fondi "locali".

È previsto, infatti, che la destinazione funzionale dei beni oggetto di conferimento ai fondi promossi dagli Enti possa essere conseguita mediante l'accordo di programma di cui all'articolo 34 del d.lgs. n. 267 del 2000. Tale procedura amministrativa, che deve concludersi entro il termine perentorio di 180 giorni dalla data della delibera con cui viene promossa la costituzione dei fondi "locali", risulta inoltre essenziale per conseguire la regolarizzazione edilizia e urbanistica degli immobili conferiti, condizione necessaria ai fini dell'apporto ai fondi "locali".

A ciò si aggiunga che, fino a quando la valorizzazione dei beni trasferiti al fondo non sia completata, i soggetti apportanti non possono alienare la maggioranza delle quote del fondo detenute.

### Strumenti sussidiari per la gestione degli immobili pubblici

Il d.l. n. 98 del 2011 si prefigge, inoltre, l'obiettivo di migliorare l'utilizzo dei

<sup>11</sup> Con particolare riguardo alla valorizzazione dei beni immobili degli enti locali, conta rilevare come con il decreto-legge del 24 gennaio 2012, n. 1, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 27 del 2012, il legislatore d'urgenza, al fine di incentivare ulteriormente l'attrazione di capitali privati nelle infrastrutture, ha altresì introdotto, nel codice dei contratti pubblici (d.lgs. n. 163 del 2006): a) i *project bond*; b) il diritto di prelazione nella finanza di progetto per le infrastrutture strategiche, al fine di incentivare gli investitori privati ad assumere il ruolo di promotore di grandi opere, anche non previste negli strumenti di programmazione; c) il partenariato pubblico-privato quale strumento idoneo per la realizzazione, in tempi brevi, e la gestione di nuove strutture carcerarie; d) misure di correzione delle concessioni di costruzione e gestione di opere pubbliche, per aprire nuovi spazi alla concorrenza e rendere più flessibile il meccanismo di subentro.

<sup>12</sup> Occorre rilevare come, in virtù del citato articolo, con decreto ministeriale del 20 ottobre 2004 sia stata promossa la costituzione del fondo di investimento immobiliare "Patrimonio Uno", cui sono stati conferiti o trasferiti, ai sensi dell'articolo 4, i beni immobili a uso diverso da quello residenziale di proprietà dello Stato, dell'Amministrazione autonoma dei Monopoli di Stato e degli enti pubblici non territoriali.

beni appartenenti sia allo Stato sia agli enti territoriali attraverso l'emersione della parte del patrimonio immobiliare utilizzata per finalità istituzionali, in tal modo agevolando la loro eventuale trasformazione<sup>13</sup>.

Per raggiungere questo scopo, al Ministero dell'economia e delle finanze - Agenzia del demanio è conferito il potere di promuovere iniziative idonee per la costituzione di società, consorzi o fondi immobiliari, al fine di valorizzare, trasformare, gestire e alienare il patrimonio immobiliare pubblico di proprietà di Stato, Regioni, Province, Città metropolitane, Comuni e degli Enti da questi vigilati, nonché dei diritti reali immobiliari, anche demaniali<sup>14</sup>.

L'avvio della verifica di fattibilità di questi progetti spetta all'Agenzia del demanio che, con il supporto delle strutture tecniche delle Regioni e degli Enti locali interessati, dovrà preliminarmente individuare le azioni, gli strumenti e le risorse, con particolare riguardo a quelle potenzialmente derivanti dalla valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico.

Conclusa la fase diretta all'individuazione degli immobili da valorizzare/dismettere, l'Agenzia del demanio comunicherà ai soggetti interessati una proposta sulla quale questi ultimi dovranno pronunciarsi entro 60 giorni dal ricevimento. In caso di risposta positiva, questa va considerata quale intesa preventiva all'avvio dell'iniziativa; in caso di mancata espressione entro i termini predetti, invece, la proposta stessa va considerata inattuabile.

Occorre segnalare, inoltre, come nel caso in cui l'attività di valorizzazione/dismissione immobiliare sia affidata a veicoli societari, a questi stessi potranno partecipare sia i soggetti apportanti sia il Ministero dell'economia e delle finanze - Agenzia del demanio, che aderirà in qualità di finanziatore e di struttura tecnica di supporto, anche nel caso in cui non siano conferiti beni di proprietà dello Stato.

Per lo svolgimento delle predette attività, l'Agenzia del demanio potrà avvalersi

<sup>13</sup> Si prevede che dalle operazioni in parola, anche attraverso il collocamento delle partecipazioni o delle quote dei fondi, si producano nuove e maggiori entrate per la finanza pubblica.

<sup>14</sup> E' previsto che, a tale scopo, l'Agenzia del demanio proceda alla convocazione di una conferenza di servizi ex articolo 14-bis della legge n. 241 del 1990 per l'acquisizione di pareri e nulla-osta preventivi, ovvero orientativi, da parte delle amministrazioni preposte alla tutela, qualora nei progetti di valorizzazione/dismissione siano compresi immobili soggetti a vincoli di tutela.

---

*Anche grazie  
al collocamento  
delle quote  
dei fondi si  
prevedono  
in futuro nuove  
e maggiori  
entrate per la  
finanza pubblica*

---

sia di operatori specializzati nel settore, individuati attraverso procedure a evidenza pubblica, sia di altri soggetti pubblici<sup>15</sup>.

Infine, va evidenziato come i beni conferiti alle società, ai fondi immobiliari e ai consorzi mantengono il loro regime giuridico a garanzia del rispetto dell'uso pubblico eventualmente preesistente; inoltre, ai predetti veicoli verranno altresì applicate le disposizioni del codice civile, ovvero le disposizioni generali sui fondi comuni di investimento immobiliare.

### Ricognizione e valorizzazione del patrimonio di Regioni, Comuni e altri enti locali

Per quanto riguarda gli strumenti amministrativo/urbanistici utilizzabili da Regioni, Provincie, Comuni e altri Enti locali (nonché da società o enti a totale partecipazione di questi) per il riordino, la valorizzazione e la gestione del proprio patrimonio immobiliare, si evidenzia come il d.l. n. 201 del 2011 abbia perfezionato e reso più agevoli le procedure prima descritte.

In ragione della novellata disposizione normativa<sup>16</sup>, agli enti territoriali di cui sopra è offerta la possibilità di inserire, all'interno del piano delle alienazioni e valorizzazioni immobiliari, in aggiunta ai beni immobili non strumentali all'esercizio delle proprie funzioni istituzionali, anche gli immobili di proprietà dello Stato, così come individuati dal Ministero dell'economia e delle finanze - Agenzia del demanio tra quelli presenti nel territorio degli enti medesimi<sup>17</sup>.

Preme rilevare, inoltre, come l'innovazione di maggior rilievo apportata dall'articolo 27 abbia ad oggetto il comma 2 dell'articolo 58, già dichiarato, in parte<sup>18</sup>, illegittimo dalla Corte Costituzionale con sentenza del 30 dicembre 2009 n. 340.

<sup>15</sup> Lo svolgimento delle predette attività dovrà avvenire nel limite delle risorse finanziarie disponibili. Per le iniziative realizzate in forma societaria, è previsto il controllo della Corte dei conti sulla gestione finanziaria con le modalità previste dall'articolo 12 della legge 21 marzo 1958, n. 259, cfr. articolo 33-bis, comma 3, del d.l. n. 98 del 2011.

<sup>16</sup> Cfr. articolo 58, commi 1 e 2, del d.l. n. 112 del 2008, così come modificati dall'articolo 33-bis, comma 7, del d.l. n. 98 del 2011.

<sup>17</sup> In base all'articolo 58, comma 1, del d.l. n. 112 del 2008, l'inserimento degli immobili dello Stato nel piano sarà possibile solo previa intesa tra l'ente territoriale e il Ministero-Agenzia del demanio.

<sup>18</sup> La Corte costituzionale dichiarò l'illegittimità costituzionale del comma 2 esclusa la proposizione iniziale.

Per effetto di tale sentenza, il predetto comma è stato dichiarato inefficace nella parte in cui prevedeva disposizioni di dettaglio, e non di principio, in materie per le quali la Carta Costituzionale riconosce una potestà normativa statale concorrente in materia di coordinamento della finanza pubblica e di governo del territorio<sup>19</sup>.

In base al nuovo comma 2 dell'articolo 58, quindi, il piano che determina la conseguente classificazione "come disponibile" del patrimonio immobiliare degli enti deve essere trasmesso agli organi competenti, i quali dovranno esprimersi entro 30 giorni; decorso tale termine e in assenza di qualsiasi altra pronuncia, la classificazione diverrà definitiva.

La deliberazione del Consiglio comunale di approvazione - ovvero di ratifica dell'atto di deliberazione, se trattasi di società o ente a totale partecipazione pubblica - del piano di alienazione e valorizzazione determina, inoltre, la destinazione d'uso urbanistica degli immobili.

A tale proposito, la norma in commento - per effetto di quanto disposto dall'articolo 117, comma 3, ultimo capoverso, della Costituzione - attribuisce alle Regioni, entro 60 giorni<sup>20</sup> dalla data di entrata in vigore del d.l. n. 201 del 2011, il compito di disciplinare l'eventuale equivalenza della deliberazione del Consiglio comunale di approvazione quale variante allo strumento urbanistico generale, ai sensi dell'articolo 25 della legge 28 febbraio 1985, n. 47, recante *Norme in materia di controllo dell'attività urbanistico-edilizia sanzioni, recupero e sanatoria delle opere edilizie*, anche disciplinando le procedure semplificate per la relativa approvazione<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Cfr. articolo 117, comma 3, della Costituzione.

<sup>20</sup> Trascorso tale termine, trova applicazione il comma 2 dell'articolo 25 della legge 28 febbraio 1985, n. 47, in base al quale le norme di cui al comma precedente devono garantire le necessarie forme di pubblicità e la partecipazione dei soggetti pubblici e privati, nonché i termini, non superiori a centoventi giorni, entro i quali la Regione deve comunicare al comune le proprie determinazioni. Trascorsi tali termini, i provvedimenti di cui al precedente comma, si intendono approvati.

<sup>21</sup> L'articolo 25 della legge n. 47 del 1985, rubricato *Semplificazione delle procedure* statuisce che le regioni, entro 180 giorni dalla entrata in vigore della medesima, sono tenute a emanare norme che: a) prevedano procedure semplificate per l'approvazione degli strumenti attuativi in variante agli strumenti urbanistici generali; b) definiscano criteri ed indirizzi per garantire l'unificazione ed il coordinamento dei contenuti dei regolamenti edilizi comunali, nonché per accelerare l'esame delle domande di concessione e di autorizzazione edilizia; c) prevedano procedure semplificate per l'approvazione di varianti agli strumenti urbanistici generali finalizzate all'adeguamento degli *standards* urbanistici posti da disposizioni statali o regionali. La norma stabilisce, inoltre, che le varianti agli strumenti urbanistici non sono soggette alla preventiva autorizzazione della Regione.

Il più volte citato comma 2 dell'articolo 58 del dl n. 112 del 2008 prevede, poi, che le Regioni approvino procedure di copianificazione per l'eventuale verifica di conformità agli strumenti di pianificazione sovraordinata, al fine di concludere il procedimento entro il termine perentorio di 90 giorni dalla deliberazione comunale.

Particolare attenzione, da ultimo, va prestata alle disposizioni di cui al comma 6 dell'articolo 33 del dl n. 98 del 2011, che ha aggiunto il comma 9-bis all'articolo 58 del dl n. 112 del 2008.

In base alla predetta disposizione è ora riconosciuta agli enti locali, in caso di conferimento ai fondi comuni di investimento immobiliare dei beni compresi nel piano delle alienazioni e valorizzazioni immobiliari<sup>(2)</sup>, la facoltà di poter attivare l'accordo di programma qualora la destinazione funzionale degli immobili apportati contenga delle varianti rispetto alle previsioni urbanistiche ed edilizie vigenti (e *in itinere*).

Il procedimento, che è disciplinato dall'articolo 34 del d.lgs. n. 267 del 2000, si deve concludere entro il termine perentorio di 180 giorni dall'apporto, o dalla cessione, pena la retrocessione del bene all'Ente locale. Sempre attraverso la medesima procedura, è poi previsto che si effettui la regolarizzazione edilizia urbanistica degli immobili conferiti.

Da ultimo, si evidenzia come l'articolo 27, comma 2, del d.l. n. 201 del 2011 abbia introdotto l'articolo 3-ter (*Processo di valorizzazione degli immobili pubblici*) nel d.l. n. 351 del 2001, affidando alle Regioni e agli Enti locali il compito di promuovere iniziative volte alla formazione di programmi unitari di valorizzazione (PUV) per il riutilizzo funzionale e la rigenerazione degli immobili pubblici. In buona sostanza, i PUV fungono da elemento di stimolo e di attrazione degli investimenti, finalizzati a una migliore cooperazione e pianificazione delle iniziative in materia di territorio.

<sup>22</sup> L'inserimento degli immobili nel piano delle alienazioni e valorizzazioni immobiliari ne determina la conseguente classificazione come patrimonio disponibile, e ne dispone espressamente la destinazione urbanistica (cfr. articolo 58, comma 2).

## Il nuovo regime fiscale dei fondi immobiliari

**Arianna Immacolato, Francesca Moretti**

A partire dal maggio del 2011 sono state introdotte importanti modifiche alla disciplina fiscale dei fondi immobiliari, al fine di combattere eventuali fenomeni elusivi. La riforma si pone l'obiettivo di arginare il fenomeno dei fondi "veicolo", cioè la costituzione di fondi immobiliari da parte di un numero ristretto di partecipanti al fine di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per questi strumenti, evitando così l'applicazione del regime ordinario di tassazione dei redditi fondiari, previsto nel caso in cui gli immobili siano detenuti direttamente.

Per impedire l'utilizzo dei fondi immobiliari come strumento di elusione fiscale, è stata prevista<sup>1</sup> una diversa imposizione in capo ai partecipanti ai fondi immobiliari, in ragione della loro natura ("*investitori istituzionali*" o "*investitori non istituzionali*") e dell'entità della partecipazione posseduta. Nessuna modifica è stata invece apportata al regime di tassazione dei fondi immobiliari ai fini delle imposte dirette, dell'imposta sul valore aggiunto, dell'imposta di registro, ipotecaria e catastale. Pertanto, a prescindere dalla tipologia dei partecipanti e dalla quota di partecipazione da questi detenuta, nei confronti dei fondi immobiliari resta ferma l'applicazione della disciplina ordinaria<sup>2</sup>.

### Il regime di tassazione degli investitori istituzionali

Il decreto legge n. 78 del 2010 definisce investitori "istituzionali" i seguenti soggetti:

- a) lo Stato italiano e gli enti pubblici italiani;
- b) gli organismi d'investimento collettivo del risparmio;
- c) le forme di previdenza complementare e gli enti di previdenza obbligatoria;
- d) le imprese di assicurazione, limitatamente agli investimenti destinati alla

<sup>1</sup> In base all'art. 32 del decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, come modificato dall'art. 8, comma 9, del decreto legge 13 maggio 2011, n. 70.

<sup>2</sup> Di cui agli artt. 6, 8 e 9 del decreto legge n. 351 del 2001.

- copertura delle riserve tecniche;
- e) gli intermediari bancari e finanziari assoggettati a forme di vigilanza prudenziale;
- f) i soggetti e i patrimoni indicati nelle precedenti lettere costituiti all'estero in Stati inclusi nella cosiddetta *white list*;
- g) gli enti privati residenti in Italia che perseguono finalità mutualistiche;
- h) i veicoli costituiti in forma societaria o contrattuale partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti indicati nelle precedenti lettere.

Il regime di tassazione applicabile ai redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari, relativi a quote detenute dai predetti investitori, è quello ordinario di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001, che prevede l'applicazione di una ritenuta del 20% sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare, distribuiti in costanza di partecipazione al fondo oppure realizzati attraverso il riscatto o la liquidazione delle quote.

La ritenuta è applicata a titolo d'acconto dalla SGR (o, nel caso di quote dematerializzate, dall'intermediario depositario) se i proventi sono percepiti da soggetti che detengono le quote nell'esercizio di impresa commerciale, mentre è applicata a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi da imposta sul reddito delle società. La ritenuta non è applicata sui proventi percepiti dalle forme di previdenza complementare indicate dal d.lgs. n. 252 del 2005 e dagli OICR istituiti in Italia (disciplinati dal d.lgs. n. 58 del 1998 - TUF).

Non sono soggetti a imposizione neppure i proventi percepiti dai fondi pensione e dagli OICR esteri situati in Stati *white list*, né i proventi percepiti da enti o organismi internazionali (costituiti in base ad accordi resi esecutivi in Italia) e da banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali dello Stato, indipendentemente dal Paese di residenza. Per gli investitori esteri, diversi da quelli indicati, che risiedono in Stati con i quali sono in vigore convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito, è prevista una procedura semplificata per l'applicazione diretta, da parte dei sostituti d'imposta, dell'eventuale minore aliquota convenzionale.

I proventi e le perdite realizzati attraverso la negoziazione delle quote, e le perdite realizzate nelle operazioni di riscatto o liquidazione, costituiscono "reddito diverso" (plusvalenza o minusvalenza). In particolare, le plusvalenze (o minu-

svalenze) realizzate attraverso la negoziazione delle quote e le minusvalenze realizzate attraverso il riscatto o la liquidazione sono soggette a un'imposta sostitutiva del 20%, secondo il regime di tassazione scelto dall'investitore (regime della dichiarazione, del risparmio amministrato o del risparmio gestito). Se questi redditi sono percepiti nell'ambito di un'attività d'impresa commerciale, infine, concorrono a formare il reddito d'impresa.

### Il regime di tassazione degli investitori non istituzionali

La normativa qualifica come investitori "non istituzionali" i partecipanti al fondo diversi da quelli indicati al comma 3 dell'art. 32. Nei confronti di questi investitori è previsto un regime di tassazione differenziato a seconda che possiedano quote di partecipazione in misura superiore o meno al 5% del patrimonio del fondo.

In particolare, gli investitori non istituzionali che detengono quote di partecipazione in misura non superiore al 5% del patrimonio del fondo sono soggetti allo stesso regime di tassazione previsto per gli investitori istituzionali. Per gli investitori non istituzionali che detengono una quota di partecipazione superiore al 5%, invece, è prevista la tassazione dei proventi per trasparenza, se residenti, o l'applicazione, in ogni caso, della ritenuta a titolo d'imposta del 20% al momento della loro corresponsione, qualora si tratti di investitori non residenti.

La percentuale di partecipazione al patrimonio del fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo, in proporzione alle quote di partecipazione detenute dai singoli investitori; a tal fine si deve tener conto non solo delle partecipazioni detenute direttamente, ma anche di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona, oltre che delle partecipazioni imputate ai familiari (coniuge, parenti entro il terzo grado e affini entro il secondo grado).

Nel caso in cui un investitore non istituzionale residente detiene, al termine del periodo d'imposta, una partecipazione superiore al 5% del patrimonio del fondo, questo è soggetto al regime di tassazione per trasparenza. In termini più specifici, i redditi conseguiti dal fondo e rilevati nei rendiconti di gestione concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante, indipendentemente dalla percezione del provento e proporzionalmente alla propria quota di partecipazione. Questo regime, in particolare, trova applicazione con

---

*Il differente regime previsto per i partecipanti a fondi immobiliari intende impedire il loro utilizzo come strumento di elusione fiscale*

---

riferimento ai proventi rilevati nei rendiconti di gestione del fondo, a partire da quello relativo al 31 dicembre del 2011.

I redditi imputati per trasparenza, in quanto redditi derivanti dalla partecipazione a OICR, rientrano in ogni caso nella categoria dei redditi di capitale, e sono determinati escludendo dal risultato della gestione le plusvalenze e le minusvalenze da valutazione. Tuttavia, nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione del bene a cui si riferisce la predetta plusvalenza (o minusvalenza) da valutazione, l'intera plusvalenza (minusvalenza) realizzata - determinata confrontando il corrispettivo di cessione del bene con il costo storico di acquisto del bene medesimo - concorre a formare il reddito del partecipante, per la quota ad esso riferibile in ragione della sua partecipazione al fondo.

Considerata la natura di questi redditi (di capitale), l'eventuale risultato negativo della gestione è irrilevante per i partecipanti che non esercitano attività di impresa commerciale. Di contro, per i partecipanti che detengono le quote nell'ambito dell'esercizio d'impresa, le eventuali perdite attribuite dal fondo rilevano nei limiti e alle condizioni stabilite dal TUIR.

In merito ai redditi imputati per trasparenza, al fine di evitare fenomeni di doppia tassazione, la norma prevede che non si applica la ritenuta del 20%. Tuttavia, considerato che la percentuale di partecipazione al fondo è verificata al termine del periodo d'imposta, al momento della distribuzione dei proventi la SGR (o l'intermediario depositario delle quote, nel caso di quote dematerializzate) sono tenuti ad applicare la ritenuta, sempreché non vengano distribuiti proventi già imputati per trasparenza in capo all'investitore in precedenti periodi d'imposta.

In caso di cessione della quota di partecipazione, ai fini della determinazione della plusvalenza (o minusvalenza), il costo delle quote detenute al di fuori dell'esercizio d'impresa è aumentato dei redditi imputati per trasparenza, ed è diminuito dei proventi distribuiti fino a concorrenza dei predetti redditi. Nel caso di quote detenute nell'esercizio d'impresa commerciale, il costo è aumentato o diminuito, rispettivamente, dei redditi e delle perdite imputate per trasparenza, ed è inoltre diminuito dei proventi distribuiti fino a concorrenza dei redditi imputati per trasparenza.

Riguardo alle modalità di tassazione, le plusvalenze (o minusvalenze) realizzate

al di fuori dell'esercizio di impresa non sono soggette a imposizione sostitutiva del 20%, ma concorrono alla formazione del reddito complessivo dell'investitore nei limiti del 49,72% del relativo ammontare. Nel caso in cui le plusvalenze (o minusvalenze) siano conseguite nell'ambito di un'attività di impresa commerciale, queste concorrono a formare il reddito di impresa secondo le disposizioni ordinarie del TUIR.

Gli investitori non istituzionali esteri che detengono una quota di partecipazione superiore al 5%, come già accennato, sono soggetti in ogni caso a una ritenuta a titolo d'imposta del 20%, al momento della corresponsione del provento. Peraltro, qualora si tratti di investitori che risiedono in Stati con i quali sono in vigore convenzioni per evitare le doppie imposizioni sul reddito, resta ferma la possibilità di richiedere l'applicazione dell'eventuale minore aliquota convenzionale.

### L'imposta sostitutiva del 5%

Il decreto legge n. 78 del 2010 prevede che gli investitori non istituzionali, residenti o non residenti, che alla data del 31 dicembre del 2010 detenevano una quota di partecipazione al fondo superiore al 5%, sono tenuti a corrispondere un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 5% del valore medio delle quote risultante dai prospetti periodici redatti nel periodo d'imposta 2010.

In particolare, il valore medio delle quote su cui applicare la predetta imposta sostitutiva deve essere calcolato come media dei valori delle quote risultanti dai prospetti contabili relativi all'anno 2010 (cioè come media dei valori risultanti nella relazione semestrale al 30 giugno del 2010, nel rendiconto annuale al 31 dicembre del 2010 e negli eventuali prospetti contabili infrannuali redatti nel 2010), moltiplicato per il numero delle quote detenute al 31 dicembre del 2010.

L'imposta può essere versata dal partecipante, con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta 2011, oppure dalla stessa SGR o dall'intermediario depositario delle quote, ricevendone provvista da parte del partecipante. In caso di mancata provvista, la norma prevede che la SGR può effettuare la liquidazione

parziale delle quote per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

Al fine di evitare fenomeni di doppia imposizione, il costo di sottoscrizione o di acquisto delle quote è riconosciuto fino a concorrenza dei valori che hanno concorso alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva. Di converso, la stessa norma prevede che sono irrilevanti le eventuali minusvalenze determinate con riferimento a tale valore fiscalmente riconosciuto.

Inoltre, sempre al fine di evitare fenomeni di doppia imposizione sui proventi distribuiti in costanza di partecipazione al fondo, nei confronti degli investitori non istituzionali residenti e non residenti, che possiedono quote di partecipazione superiori al 5% del patrimonio del fondo, i proventi maturati fino al 31 dicembre del 2010 e corrisposti nei periodi d'imposta successivi non sono assoggettabili a tassazione, fino a concorrenza dell'ammontare che ha concorso alla determinazione della base imponibile dell'imposta sostitutiva del 5%.

### La disciplina fiscale della liquidazione dei fondi immobiliari

Con riferimento ai fondi immobiliari che alla data del 31 dicembre del 2010 presentavano almeno un investitore non istituzionale in possesso di una quota di partecipazione superiore al 5%, è stata prevista la possibilità per le SGR di deliberare entro il 31 dicembre del 2011 la liquidazione del fondo.

Queste liquidazioni (e, in particolare, quelle deliberate tra il 1° gennaio e il 31 dicembre del 2011) sono soggette a una speciale disciplina fiscale, ai fini delle imposte dirette e indirette.

In particolare, nel caso in cui sia stata deliberata la liquidazione del fondo, la SGR è tenuta a prelevare, a titolo di imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, un ammontare pari al 7% del valore netto del fondo risultante dal prospetto al 31 dicembre del 2010. L'imposta è versata dalla SGR nella misura del 40% entro il 31 marzo del 2012, e il resto in due rate di pari importo, da versarsi la prima entro il 31 marzo del 2013 e la seconda entro il 31 marzo del 2014.

La liquidazione del fondo immobiliare deve essere conclusa nel termine massimo di cinque anni. Durante il periodo di liquidazione del fondo - ferma restando l'applicazione dell'imposta sostitutiva sul valore netto del fondo risultante al 31 dicembre del 2010 - sui risultati conseguiti dal 1° gennaio del 2011 e fino alla

conclusione della liquidazione la SGR applica un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP nella misura del 7%, da versare entro il 16 febbraio dell'anno successivo rispetto a ciascun anno di durata della liquidazione.

L'imposta sostitutiva deve essere applicata sul risultato della gestione (positivo) conseguito dal fondo nel corso di ciascun anno di durata della liquidazione e, a tal fine, rilevano tutte le componenti positive e negative di reddito (comprese, quindi, le plusvalenze e le minusvalenze da valutazione). In questo modo è assicurata la continuità nei valori assoggettati prima a imposta sostitutiva sul valore netto del fondo risultante dal prospetto relativo al 31 dicembre del 2010 (che comprende anche le componenti positive e negative da valutazione) e poi sui risultati della gestione del fondo conseguiti a partire dal 1° gennaio del 2011.

Per evitare fenomeni di doppia imposizione, sui proventi derivanti dalla partecipazione al fondo immobiliare in liquidazione non trova applicazione la ritenuta di cui all'art. 7 del decreto legge n. 351 del 2001, fino a concorrenza dell'ammontare soggetto a tassazione in capo al fondo (sia sul patrimonio sia sui risultati di gestione).

Inoltre la norma stabilisce che il costo di sottoscrizione o di acquisto delle quote sia riconosciuto fino a concorrenza dei valori che hanno partecipato alla formazione della base imponibile per l'applicazione dell'imposta sostitutiva. Di contro, è precisato che eventuali minusvalenze realizzate non sono fiscalmente rilevanti.

Peraltro, qualora il fondo immobiliare sia posto in liquidazione ai sensi della normativa, nei confronti degli investitori non istituzionali che detengono una quota di partecipazione superiore al 5% non si applica il regime di tassazione per trasparenza. Inoltre gli investitori non istituzionali, che alla data del 31 dicembre del 2010 detenevano una percentuale di partecipazione al fondo superiore al 5%, non sono soggetti all'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi del 5%, calcolata sul valore medio delle quote risultante dai prospetti periodici relativi al periodo d'imposta 2010.

Il decreto legge n. 78 del 2010 prevede inoltre una specifica disciplina, ai fini delle imposte indirette, volta ad agevolare la dismissione del patrimonio del fondo immobiliare nella fase di liquidazione. In particolare, le disposizioni prevedono che:

- a) gli atti di liquidazione del patrimonio immobiliare sono soggetti alle imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa (168 euro per ciascuna imposta);
- b) in caso di cessioni di immobili imponibili ai fini IVA, si applica il meccanismo

---

*Le liquidazioni dei fondi, se deliberate tra l'1 gennaio e il 31 dicembre del 2011, sono soggette a una speciale disciplina fiscale*

---



- del *reverse charge*. Questa disciplina, che prevede il pagamento dell'imposta da parte del cessionario, trova applicazione a prescindere dalla tipologia dell'immobile ceduto (e quindi può riguardare terreni, fabbricati abitativi o fabbricati strumentali). Peraltro, trattandosi di una deroga ai principi generali di applicazione dell'IVA, l'efficacia di questa disposizione è subordinata alla preventiva approvazione da parte del Consiglio dell'Unione europea;
- c) ai conferimenti in società di una pluralità di immobili si applicano le disposizioni, agli effetti dell'imposta sul valore aggiunto, di registro, ipotecaria e catastale, previste per le operazioni di conferimento di azienda o rami di azienda, con la conseguenza che i conferimenti non sono soggetti a IVA e le imposte di registro, ipotecaria e catastale sono dovute in misura fissa (168 euro per ciascuna imposta);
  - d) le cessioni di azioni o quote effettuate nella fase di liquidazione si considerano operazioni che non formano oggetto dell'attività propria del soggetto passivo IVA e, pertanto, non si tiene conto di queste operazioni ai fini della determinazione del *pro-rata* di detrazione IVA.

# DATI E TAVOLE STATISTICHE

## Gestioni collettive e gestioni di portafoglio - 2011

Dati in milioni di euro

	Raccolta netta annua	Patrimonio gestito al 31/12/2011		Patrimonio promosso al 31/12/2011	
<b>Industria del risparmio gestito</b>					
<b>TOTALE (*)</b>	<b>-40.749</b>	<b>937.678</b>	<b>100,0%</b>	<b>919.313</b>	<b>100,0%</b>
<b>GESTIONI COLLETTIVE</b>	<b>-30.859</b>	<b>461.569</b>	<b>49,2%</b>	<b>455.554</b>	<b>49,6%</b>
OICR aperti	-33.261	419.078	44,7%	413.022	44,9%
OICR aperti	-30.116	408.258	43,5%	401.966	43,7%
OICR hedge	-2.115	9.495	1,0%	9.353	1,0%
OICR riservati	-1.030	1.326	0,1%	1.702	0,2%
OICR chiusi	2.402	42.491	4,5%	42.532	4,6%
OICR immobiliari	2.416	41.915	4,5%	41.945	4,6%
OICR mobiliari	-14	576	0,1%	588	0,1%
<b>GESTIONI DI PORTAFOGLIO</b>	<b>-9.890</b>	<b>476.109</b>	<b>50,8%</b>	<b>463.759</b>	<b>50,4%</b>
GPF retail	-5.523	28.798	3,1%	28.201	3,1%
GPM retail	-4.478	71.601	7,6%	68.719	7,5%
Gestioni di patrimoni previdenziali	2.776	38.297	4,1%	32.161	3,5%
Fondi pensione aperti	875	8.184	0,9%	5.509	0,6%
Fondi pensione negoziali	2.005	16.473	1,8%	15.906	1,7%
Forme di previdenza complementare di tipo individuale	-4	55	0,0%	18	0,0%
Altre forme previdenziali	-71	13.585	1,4%	10.728	1,2%
Prodotti previdenziali non classificati	-29	0	0,0%	0	0,0%
Gestioni di prodotti assicurativi	1.078	267.762	28,6%	267.601	29,1%
Unit linked	-3.332	50.959	5,4%	50.797	5,5%
Index linked	-1.268	6.302	0,7%	6.302	0,7%
Gestioni separate	6.257	205.314	21,9%	205.314	22,3%
Altri prodotti assicurativi	-516	4.547	0,5%	4.547	0,5%
Prodotti assicurativi non classificati	-62	640	0,1%	640	0,1%
Altre Gestioni	-3.742	69.651	7,4%	67.078	7,3%
<b>Fondi aperti (dettaglio)</b>					
<b>TOTALE</b>	<b>-33.261</b>	<b>419.078</b>	<b>100,0%</b>	<b>413.022</b>	<b>100,0%</b>
FONDI DI LUNGO TERMINE	-21.118	364.923	87,1%	364.302	88,2%
AZIONARI	-4.270	92.811	22,1%	94.580	22,9%
BILANCIATI	-1.494	20.062	4,8%	18.277	4,4%
OBBLIGAZIONARI	-9.230	181.637	43,3%	180.040	43,6%
FLESSIBILI	-4.010	60.918	14,5%	62.051	15,0%
HEDGE	-2.115	9.495	2,3%	9.353	2,3%
FONDI MONETARI	-12.143	48.810	11,6%	48.720	11,8%
NON CLASSIFICATI		5.345	1,3%		0,0%
FONDI DI DIRITTO ITALIANO	-34.492	151.692	36,2%	152.876	37,0%
FONDI DI DIRITTO ESTERO	1.231	267.387	63,8%	260.146	63,0%

Ulteriori informazioni sono disponibili nella banca dati online dell'associazione, all'indirizzo [www.assogestioni.it/cubo](http://www.assogestioni.it/cubo)

(\*) Dato al lordo della duplicazione derivante dall'investimento dei fondi o delle gestioni nei fondi censiti.

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio promosso - 2011

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011
<b>AZIONARI</b>	<b>106.089</b>	<b>109.457</b>	<b>91.071</b>	<b>94.580</b>
AZ. ITALIA	4.504	4.561	3.504	3.556
AZ. AREA EURO	4.904	5.519	4.432	4.505
AZ. EUROPA	21.043	20.464	16.230	16.763
AZ. AMERICA	17.049	17.233	15.257	16.661
AZ. PACIFICO	10.562	10.163	8.615	8.591
AZ. PAESI EMERGENTI	20.090	21.523	16.974	17.438
AZ. PAESE	6.397	7.118	5.966	5.962
AZ. INTERNAZIONALI	11.523	11.665	10.421	11.145
AZ. ENERGIA E M.P.	2.016	1.890	1.416	1.506
AZ. INDUSTRIA	63	113	85	81
AZ. BENI CONSUMO	229	262	295	275
AZ. SALUTE	423	539	436	443
AZ. FINANZA	769	868	790	802
AZ. INFORMATICA	853	813	777	794
AZ. SERV. TELECOM.	51	111	93	84
AZ. SERV. PUBBL. UT.	321	347	313	313
AZ. ALTRI SETTORI	3.074	3.159	2.726	2.985
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.219	3.108	2.742	2.677
<b>BILANCIATI</b>	<b>21.730</b>	<b>21.211</b>	<b>18.888</b>	<b>18.277</b>
BILANCIATI AZIONARI	1.275	1.167	987	1.062
BILANCIATI	9.473	9.422	8.539	8.539
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	10.981	10.621	9.362	8.676
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>186.906</b>	<b>190.191</b>	<b>185.298</b>	<b>180.040</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	40.685	38.106	35.540	31.322
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	30.798	30.569	30.694	28.674
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	18.478	20.328	19.080	18.443
OBBL. EURO HIGH YIELD	2.983	3.480	2.492	2.472
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	265	282	285	295
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	1.144	1.153	1.534	1.470
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	700	605	561	519
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	1.356	1.305	1.046	1.274
OBBL. INT.LI GOV.	4.357	4.249	4.570	4.961
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	688	819	866	973
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	3.864	3.897	3.288	3.476
OBBL. YEN	433	422	415	443
OBBL. PAESI EMERGENTI	8.950	8.846	8.657	9.111
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	26.496	27.777	27.228	26.647
OBBL. MISTI	14.708	14.382	13.394	13.274
OBBL. FLESSIBILI	31.002	33.968	35.648	36.687
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>56.365</b>	<b>54.226</b>	<b>53.365</b>	<b>48.720</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	55.465	53.246	52.290	47.435
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	721	770	856	937
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	23	23	24	31
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	156	187	195	317
<b>FLESSIBILI</b>	<b>70.646</b>	<b>70.623</b>	<b>65.489</b>	<b>62.051</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>11.802</b>	<b>11.327</b>	<b>10.336</b>	<b>9.353</b>
<b>TOTALE</b>	<b>453.538</b>	<b>457.036</b>	<b>424.447</b>	<b>413.022</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio promosso - 2011

Dettaglio fondi di diritto italiano - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011
<b>AZIONARI</b>	<b>25.248</b>	<b>24.186</b>	<b>19.994</b>	<b>20.802</b>
AZ. ITALIA	3.047	2.864	2.174	2.170
AZ. AREA EURO	1.605	1.568	1.156	1.181
AZ. EUROPA	6.633	6.431	5.276	5.501
AZ. AMERICA	2.520	2.422	2.140	2.364
AZ. PACIFICO	2.408	2.292	2.021	1.985
AZ. PAESI EMERGENTI	3.953	3.778	3.049	3.215
AZ. INTERNAZIONALI	4.447	4.233	3.654	3.824
AZ. ENERGIA E M.P.	129	122	99	109
AZ. SALUTE	70	73	64	67
AZ. FINANZA	64	59	48	52
AZ. INFORMATICA	213	198	188	202
AZ. ALTRI SETTORI	59	53	45	46
AZ. ALTRE SPECIAL.	101	93	80	86
<b>BILANCIATI</b>	<b>9.912</b>	<b>9.448</b>	<b>8.533</b>	<b>8.368</b>
BILANCIATI AZIONARI	287	218	192	196
BILANCIATI	5.482	5.206	4.648	4.618
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	4.144	4.024	3.693	3.554
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>73.894</b>	<b>71.722</b>	<b>68.050</b>	<b>62.602</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	29.679	27.755	24.968	21.556
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	8.296	7.909	7.497	6.879
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	3.176	3.131	2.850	2.685
OBBL. EURO HIGH YIELD	585	612	485	470
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	202	206	209	208
OBBL. INT.LI GOV.	2.005	1.844	1.844	1.993
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	165	185	200	205
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	556	576	495	479
OBBL. PAESI EMERGENTI	1.902	1.874	1.799	1.803
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	7.348	7.651	7.475	7.080
OBBL. MISTI	11.789	11.493	10.844	10.459
OBBL. FLESSIBILI	8.190	8.486	9.383	8.785
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>33.208</b>	<b>32.021</b>	<b>30.287</b>	<b>26.606</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	33.015	31.816	30.091	26.405
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	193	205	196	201
<b>FLESSIBILI</b>	<b>33.251</b>	<b>31.837</b>	<b>28.890</b>	<b>26.994</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>9.577</b>	<b>9.208</b>	<b>8.407</b>	<b>7.504</b>
<b>TOTALE</b>	<b>185.090</b>	<b>178.422</b>	<b>164.161</b>	<b>152.876</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio promosso - 2011

Dettaglio fondi di diritto estero - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011
<b>AZIONARI</b>	<b>80.840</b>	<b>85.272</b>	<b>71.077</b>	<b>73.778</b>
AZ. ITALIA	1.457	1.697	1.330	1.386
AZ. AREA EURO	3.299	3.951	3.276	3.325
AZ. EUROPA	14.410	14.033	10.954	11.261
AZ. AMERICA	14.529	14.811	13.117	14.296
AZ. PACIFICO	8.154	7.872	6.593	6.606
AZ. PAESI EMERGENTI	16.136	17.745	13.926	14.223
AZ. PAESE	6.397	7.118	5.966	5.962
AZ. INTERNAZIONALI	7.076	7.431	6.767	7.320
AZ. ENERGIA E M.P.	1.887	1.768	1.317	1.397
AZ. INDUSTRIA	63	113	85	81
AZ. BENI CONSUMO	229	262	295	275
AZ. SALUTE	353	467	371	376
AZ. FINANZA	705	810	742	750
AZ. INFORMATICA	640	615	589	592
AZ. SERV. TELECOM.	51	111	93	84
AZ. SERV. PUBBL. UT.	321	347	313	313
AZ. ALTRI SETTORI	3.015	3.106	2.682	2.940
AZ. ALTRE SPECIAL.	2.118	3.015	2.662	2.591
<b>BILANCIATI</b>	<b>11.818</b>	<b>11.763</b>	<b>10.356</b>	<b>9.909</b>
BILANCIATI AZIONARI	989	949	795	865
BILANCIATI	3.992	4.216	3.891	3.921
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	6.837	6.598	5.669	5.123
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>113.012</b>	<b>118.470</b>	<b>117.248</b>	<b>117.438</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	11.005	10.351	10.571	9.766
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	22.501	22.660	23.197	21.794
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	15.302	17.197	16.230	15.758
OBBL. EURO HIGH YIELD	2.397	2.869	2.008	2.002
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	265	282	285	295
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	942	948	1.325	1.262
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	700	605	561	519
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	1.356	1.305	1.046	1.274
OBBL. INT.LI GOV.	2.352	2.405	2.726	2.967
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	523	635	666	769
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	3.308	3.322	2.793	2.997
OBBL. YEN	433	422	415	443
OBBL. PAESI EMERGENTI	7.048	6.972	6.858	7.308
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	19.147	20.126	19.753	19.567
OBBL. MISTI	2.920	2.889	2.549	2.816
OBBL. FLESSIBILI	22.811	25.483	26.265	27.902
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>23.158</b>	<b>22.205</b>	<b>23.078</b>	<b>22.114</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	22.450	21.430	22.199	21.030
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	529	566	659	737
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	23	23	24	31
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	156	187	195	317
<b>FLESSIBILI</b>	<b>37.394</b>	<b>38.787</b>	<b>36.598</b>	<b>35.058</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>2.226</b>	<b>2.119</b>	<b>1.929</b>	<b>1.849</b>
<b>TOTALE</b>	<b>268.448</b>	<b>278.615</b>	<b>260.285</b>	<b>260.146</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2011

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>550</b>	<b>316</b>	<b>-3.648</b>	<b>-1.489</b>	<b>-4.270</b>
AZ. ITALIA	-79	-148	15	12	-200
AZ. AREA EURO	207	158	-9	-63	293
AZ. EUROPA	-348	-591	-918	-492	-2.349
AZ. AMERICA	340	325	-536	-237	-108
AZ. PACIFICO	-476	-18	-438	-336	-1.269
AZ. PAESI EMERGENTI	-318	149	-1.032	-283	-1.484
AZ. PAESE	368	272	-106	-163	371
AZ. INTERNAZIONALI	377	156	-203	173	504
AZ. ENERGIA E M.P.	112	-178	-209	6	-268
AZ. INDUSTRIA	-6	9	-17	-8	-21
AZ. BENI CONSUMO	-3	13	3	13	27
AZ. SALUTE	6	23	-69	-8	-48
AZ. FINANZA	2	50	87	-12	127
AZ. INFORMATICA	5	-24	-5	-19	-43
AZ. SERV. TELECOM.	2	-5	-11	-18	-32
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-29	4	-8	-21	-54
AZ. ALTRI SETTORI	279	76	-130	18	243
AZ. ALTRE SPECIAL.	110	44	-60	-52	41
<b>BILANCIATI</b>	<b>684</b>	<b>-243</b>	<b>-835</b>	<b>-1.100</b>	<b>-1.494</b>
BILANCIATI AZIONARI	120	-22	-30	21	88
BILANCIATI	207	55	-123	-288	-148
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	357	-276	-682	-833	-1.434
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-1.360</b>	<b>816</b>	<b>-1.831</b>	<b>-6.855</b>	<b>-9.230</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-3.124	-3.020	-1.837	-4.199	-12.180
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-1.821	-1.693	-350	-1.704	-5.568
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	486	1.496	-607	-826	549
OBBL. EURO HIGH YIELD	575	394	-533	-114	322
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-28	21	-11	2	-16
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	7	3	266	-124	152
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-57	-100	-51	-51	-260
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	294	-65	-196	126	159
OBBL. INT.LI GOV.	99	-142	84	306	347
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	113	126	52	91	383
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	772	54	-404	-8	415
OBBL. YEN	0	-18	-6	7	-17
OBBL. PAESI EMERGENTI	-298	386	94	46	227
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	231	937	87	-324	931
OBBL. MISTI	-336	-122	-535	-489	-1.482
OBBL. FLESSIBILI	1.725	2.560	2.116	405	6.806
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>-3.603</b>	<b>-2.823</b>	<b>-832</b>	<b>-4.885</b>	<b>-12.143</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-3.560	-2.916	-867	-5.079	-12.421
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	28	67	26	60	182
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	5	0	-2	5	8
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	-77	26	10	128	87
<b>FLESSIBILI</b>	<b>1.468</b>	<b>-392</b>	<b>-1.726</b>	<b>-3.359</b>	<b>-4.010</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-909</b>	<b>-377</b>	<b>-388</b>	<b>-441</b>	<b>-2.115</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-3.171</b>	<b>-2.702</b>	<b>-9.260</b>	<b>-18.128</b>	<b>-33.261</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2011

Dettaglio fondi di diritto italiano - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>-482</b>	<b>-596</b>	<b>-513</b>	<b>-498</b>	<b>-2.089</b>
AZ. ITALIA	-129	-81	-33	-30	-273
AZ. AREA EURO	10	-28	-84	-29	-131
AZ. EUROPA	-238	-208	-95	-120	-662
AZ. AMERICA	114	-24	-40	-45	5
AZ. PACIFICO	-201	-64	-43	-101	-409
AZ. PAESI EMERGENTI	-24	-46	-129	-14	-213
AZ. INTERNAZIONALI	-9	-129	-74	-144	-356
AZ. ENERGIA E M.P.	8	-1	-3	-2	2
AZ. SALUTE	-3	0	-2	-2	-6
AZ. FINANZA	-2	-2	0	0	-3
AZ. INFORMATICA	-9	-7	-5	-6	-27
AZ. ALTRI SETTORI	6	-1	-3	-3	-1
AZ. ALTRE SPECIAL.	-4	-5	-2	-2	-14
<b>BILANCIATI</b>	<b>-220</b>	<b>-338</b>	<b>-313</b>	<b>-412</b>	<b>-1.283</b>
BILANCIATI AZIONARI	-8	-7	-6	-7	-28
BILANCIATI	-184	-216	-165	-198	-762
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	-28	-116	-143	-206	-493
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>-4.210</b>	<b>-2.619</b>	<b>-2.788</b>	<b>-5.378</b>	<b>-14.995</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-2.649	-2.031	-2.155	-3.347	-10.183
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-885	-438	-428	-535	-2.285
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	73	-69	-181	-184	-362
OBBL. EURO HIGH YIELD	54	25	-61	-26	-8
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-11	4	-21	-9	-37
OBBL. INT.LI GOV.	16	-167	-117	115	-153
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	6	17	14	1	38
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	115	15	-46	-47	36
OBBL. PAESI EMERGENTI	-55	33	-39	-70	-131
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	207	289	-103	-432	-39
OBBL. MISTI	-318	-213	-284	-301	-1.116
OBBL. FLESSIBILI	-762	-84	634	-543	-755
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>-1.927</b>	<b>-1.134</b>	<b>-1.692</b>	<b>-3.796</b>	<b>-8.550</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-1.935	-1.150	-1.669	-3.794	-8.547
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	7	16	-23	-2	-2
<b>FLESSIBILI</b>	<b>-1.284</b>	<b>-1.107</b>	<b>-1.426</b>	<b>-2.252</b>	<b>-6.069</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-539</b>	<b>-292</b>	<b>-269</b>	<b>-405</b>	<b>-1.505</b>
<b>TOTALE</b>	<b>-8.662</b>	<b>-6.087</b>	<b>-7.002</b>	<b>-12.741</b>	<b>-34.492</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Raccolta netta - 2011

Dettaglio fondi di diritto estero - Dati aggregati per categoria in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011	Totale
<b>AZIONARI</b>	<b>1.032</b>	<b>913</b>	<b>-3.135</b>	<b>-990</b>	<b>-2.180</b>
AZ. ITALIA	50	-67	48	42	73
AZ. AREA EURO	197	187	75	-35	424
AZ. EUROPA	-110	-383	-823	-371	-1.688
AZ. AMERICA	227	350	-496	-193	-112
AZ. PACIFICO	-275	45	-395	-235	-860
AZ. PAESI EMERGENTI	-294	195	-903	-269	-1.271
AZ. PAESE	368	272	-106	-163	371
AZ. INTERNAZIONALI	386	285	-129	317	860
AZ. ENERGIA E M.P.	105	-177	-206	8	-271
AZ. INDUSTRIA	-6	9	-17	-8	-21
AZ. BENI CONSUMO	-3	13	3	13	27
AZ. SALUTE	9	23	-68	-6	-42
AZ. FINANZA	4	52	87	-12	130
AZ. INFORMATICA	14	-17	0	-12	-15
AZ. SERV. TELECOM.	2	-5	-11	-18	-32
AZ. SERV. PUBBL. UT.	-29	4	-8	-21	-54
AZ. ALTRI SETTORI	274	77	-127	21	245
AZ. ALTRE SPECIAL.	114	49	-58	-50	55
<b>BILANCIATI</b>	<b>904</b>	<b>96</b>	<b>-523</b>	<b>-688</b>	<b>-211</b>
BILANCIATI AZIONARI	127	-15	-25	28	116
BILANCIATI	391	271	41	-90	614
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	385	-161	-539	-626	-941
<b>OBBLIGAZIONARI</b>	<b>2.850</b>	<b>3.435</b>	<b>957</b>	<b>-1.477</b>	<b>5.766</b>
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	-474	-989	318	-852	-1.997
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	-936	-1.255	78	-1.169	-3.282
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	413	1.565	-426	-642	911
OBBL. EURO HIGH YIELD	521	369	-472	-88	330
OBBL. DOLLARO GOV. BREVE T.	-28	21	-11	2	-16
OBBL. DOLLARO GOV. MEDIO/LUNGO T.	18	-1	287	-115	189
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	-57	-100	-51	-51	-260
OBBL. DOLLARO HIGH YIELD	294	-65	-196	126	159
OBBL. INT.LI GOV.	83	24	201	191	500
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	107	110	38	90	345
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	658	40	-357	39	379
OBBL. YEN	0	-18	-6	7	-17
OBBL. PAESI EMERGENTI	-243	353	133	116	358
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	24	648	190	108	970
OBBL. MISTI	-18	91	-251	-188	-366
OBBL. FLESSIBILI	2.487	2.644	1.482	948	7.561
<b>FONDI DI LIQUIDITÀ</b>	<b>-1.676</b>	<b>-1.689</b>	<b>861</b>	<b>-1.089</b>	<b>-3.594</b>
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA EURO	-1.625	-1.766	802	-1.285	-3.874
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA DOLLARO	21	51	50	63	185
FONDI DI LIQUIDITÀ AREA YEN	5	0	-2	5	8
FONDI DI LIQUIDITÀ ALTRE VALUTE	-77	26	10	128	87
<b>FLESSIBILI</b>	<b>2.751</b>	<b>715</b>	<b>-300</b>	<b>-1.106</b>	<b>2.060</b>
<b>FONDI HEDGE</b>	<b>-370</b>	<b>-85</b>	<b>-118</b>	<b>-36</b>	<b>-610</b>
<b>TOTALE</b>	<b>5.491</b>	<b>3.385</b>	<b>-2.258</b>	<b>-5.387</b>	<b>1.231</b>

## Fondi aperti di diritto italiano ed estero - Patrimonio gestito (\*) - 2011

Importi complessivi - Dati aggregati per categoria e domicilio del fondo in milioni di euro

	1° trim 2011	2° trim 2011	3° trim 2011	4° trim 2011
<b>FONDI DI DIRITTO ITALIANO</b>	<b>182.498</b>	<b>176.373</b>	<b>162.968</b>	<b>151.692</b>
AZIONARI	23.708	22.798	18.777	19.367
BILANCIATI	10.101	9.747	8.811	8.632
OBBLIGAZIONARI	73.454	71.439	67.500	61.991
FONDI DI LIQUIDITA'	33.003	31.848	30.301	26.606
FLESSIBILI	32.821	31.236	28.653	27.020
HEDGE	8.805	8.719	8.406	7.540
NON CLASSIFICATO	605	587	521	536
<b>FONDI DI DIRITTO ESTERO</b>	<b>271.791</b>	<b>283.083</b>	<b>267.541</b>	<b>267.387</b>
AZIONARI	79.159	84.145	70.723	73.444
BILANCIATI	13.376	13.513	11.964	11.430
OBBLIGAZIONARI	115.975	121.751	120.062	119.646
FONDI DI LIQUIDITA'	23.008	22.318	23.247	22.205
FLESSIBILI	34.981	36.098	35.288	33.899
HEDGE	2.312	2.221	2.028	1.955
NON CLASSIFICATO	2.980	3.035	4.229	4.808
<b>TOTALE</b>	<b>454.288</b>	<b>459.456</b>	<b>430.509</b>	<b>419.078</b>

(\*) Dato al lordo della duplicazione derivante dall'investimento dei fondi o delle gestioni nei fondi censiti.

## Fondi aperti di diritto italiano e estero - Patrimonio promosso\*

Dati aggregati per tipologia e domicilio in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero <sup>^</sup>				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
Dicembre 1984	597			597	2.186			2.186	2.783			2.783
Dicembre 1985	10.217			10.217	3.902			3.902	14.119			14.119
Dicembre 1986	33.609			33.609	5.511			5.511	39.120			39.120
Dicembre 1987	30.703			30.703	4.535			4.535	35.238			35.238
Dicembre 1988	26.630			26.630	4.465			4.465	31.095			31.095
Dicembre 1989	25.393			25.393	4.420			4.420	29.813			29.813
Dicembre 1990	24.471			24.471	3.186			3.186	27.657			27.657
Dicembre 1991	29.025			29.025	2.838			2.838	31.863			31.863
Dicembre 1992	31.327			31.327	2.562			2.562	33.889			33.889
Dicembre 1993	56.858			56.858	2.676			2.676	59.534			59.534
Dicembre 1994	67.226			67.226	2.768			2.768	69.994			69.994
Dicembre 1995	65.482			65.482	3.521			3.521	69.003			69.003
Dicembre 1996	101.720			101.720	6.996			6.996	108.716			108.716
Dicembre 1997	189.739			189.739	12.603			12.603	202.342			202.342
Dicembre 1998	372.274			372.274	22.828			22.828	395.102			395.102
Dicembre 1999	472.343			472.343	62.107			62.107	534.450			534.450
Dicembre 2000	454.866			454.866	115.958			115.958	570.824			570.824
Dicembre 2001	411.153			411.153	129.506			129.506	540.659		761	546.119
Dicembre 2002	366.843			366.843	121.869		612	122.481	488.712		2.751	496.717
Dicembre 2003	386.568			386.568	148.743		2.320	151.063	535.311		5.405	548.305
Dicembre 2004	370.669			370.669	177.691		3.343	181.034	548.360		7.471	569.905
Dicembre 2005	376.161			376.161	234.973		3.708	238.680	611.133		9.480	640.381
Dicembre 2006	338.675			338.675	280.283		5.820	286.102	618.958		9.121	656.387
Dicembre 2007	290.141			290.141	283.341		7.042	295.983	573.481		8.485	618.325
Dicembre 2008	195.746			195.746	176.020		7.788	188.609	371.766		9.596	402.661
Dicembre 2009	201.805			201.805	214.297		1.860	220.737	416.102		3.166	435.330
Dicembre 2010	182.902			182.902	261.731		1.884	266.233	444.633		2.727	460.049
Dicembre 2011	144.584			144.584	257.383		914	260.146	401.966		1.702	413.022

\*1 dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

<sup>^</sup> I dati sui fondi *roundtrip* si riferiscono al patrimonio complessivo degli OICR aperti e non solo alle quote detenute dagli investitori "italiani". Fino al 1998 dati dei soli fondi cd "lussemburghesi storici". I dati sui fondi Esteri si riferiscono al patrimonio detenuto dai soli investitori "italiani".

## Fondi aperti di diritto italiano e estero - Raccolta netta\*

Dati aggregati per tipologia e domicilio in milioni di euro

	Fondi di diritto italiano				Fondi di diritto estero <sup>Δ</sup>				Tipologia giuridica			
	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale	Aperti	Riservati	Hedge	Totale
1984	557			557	nd			nd	557			557
1985	8.250			8.250	nd			nd	8.250			8.250
1986	19.390			19.390	nd			nd	19.390			19.390
1987	17			17	nd			nd	17			17
1988	-6.691			-6.691	nd			nd	-6.691			-6.691
1989	-3.438			-3.438	-623			-623	-4.060			-4.061
1990	438			438	-691			-691	-252			-253
1991	2.743			2.743	-536			-536	2.207			2.207
1992	383			383	-524			-524	-141			-141
1993	17.281			17.281	-609			-609	16.672			16.672
1994	13.121			13.121	-179			-179	12.942			12.942
1995	-5.415			-5.415	937			937	-4.478			-4.478
1996	29.967			29.967	3.138			3.138	33.105			33.105
1997	73.894			73.894	4.401			4.401	78.295			78.295
1998	161.534			161.534	5.530			5.530	167.065			167.064
1999	58.261	2.837		61.098	26.918			26.918	85.179	2.837		88.016
2000	-1.473	289		-1.184	36.108			36.108	34.635	289		34.924
2001	-17.874	1.170	756	-15.948	18.117			18.117	243	1.170	756	2.169
2002	-12.819	441	1.395	-10.983	5.045		178	5.223	-7.774	441	1.573	-5.760
2003	7.704	-33	3.028	10.699	18.352		501	18.853	26.056	-33	3.529	29.552
2004	-26.271	1.766	5.098	-19.407	19.383		822	20.205	-6.888	1.766	5.920	798
2005	-15.824	1.592	4.347	-9.885	31.092		120	31.212	15.269	1.592	4.466	21.327
2006	-46.996	-748	5.250	-42.494	32.187		915	33.103	-14.809	-748	6.166	-9.391
2007	-51.613	-6.426	5.179	-52.860	-5.603		614	448	-57.216	-990	5.793	-52.412
2008	-74.326	-940	-7.635	-82.901	-62.509		-806	-60.751	-136.836	1.625	-8.441	-143.651
2009	-7.159	-567	-5.131	-12.857	12.454		-344	12.174	5.295	-503	-5.475	-683
2010	-22.731	-447	-1.484	-24.662	30.891		-54	30.358	8.160	-501	-1.962	5.697
2011	-32.926	-60	-1.505	-34.492	2.810		-610	1.231	-30.116	-1.030	-2.115	-33.261

\*I dati sui fondi di fondi sono inclusi nei totali.

<sup>Δ</sup>Fino al 1998 i dati si riferiscono ai soli fondi cosiddetti "lussemburghesi storici". I dati sono relativi sia a fondi *roundtrip* che esteri. I dati dei fondi *roundtrip* si riferiscono alla raccolta dei soli sottoscrittori "italiani" fino al 1/1/2005 e a quella complessiva dopo il 1/1/2005, mentre i dati dei fondi esteri si riferiscono alla raccolta detenuta dai soli sottoscrittori "italiani".

## Gestioni collettive e gestioni di portafoglio - Patrimonio gestito (\*)

Dati aggregati per tipologia di gestione in milioni di euro

	Gestioni collettive			Gestioni di portafoglio					Totale gestioni di portafoglio	
	Fondi aperti	Fondi chiusi	Totale gestioni collettive	GPM retail	Gestioni di patrimoni previdenziali	Gestioni di prodotti assicurativi	Altre gestioni	Totale gestioni di portafoglio		
Dicembre 2003	529.485	3.118	532.603	93.846	49.041	10.659	151.593	42.440	347.579	880.182
Dicembre 2004	551.227	12.062	563.289	96.743	58.101	12.201	161.082	63.676	391.803	955.093
Dicembre 2005	630.973	17.389	648.362	114.066	78.364	15.357	190.199	67.938	465.924	1.114.285
Dicembre 2006	647.586	24.001	671.587	114.178	87.148	17.859	196.572	92.204	507.962	1.179.548
Dicembre 2007	616.362	32.261	648.623	92.008	82.327	20.519	212.068	75.508	482.430	1.131.052
Dicembre 2008	398.370	35.765	434.135	36.535	71.927	26.426	202.036	70.443	407.367	841.501
Dicembre 2009	438.180	38.587	476.766	33.569	78.129	30.282	258.317	72.858	473.155	949.922
Dicembre 2010	460.442	41.127	501.570	35.901	85.313	32.853	281.628	69.759	505.455	1.007.025
Dicembre 2011	419.078	42.491	461.569	28.798	71.601	38.297	267.762	69.651	476.109	937.678

(\*) Dato al lordo della duplicazione derivante dall'investimento dei fondi o delle gestioni nei fondi censiti.

## Gestioni collettive e gestioni di portafoglio - Raccolta netta

Dati aggregati per tipologia di gestione in milioni di euro

	Gestioni collettive			Gestioni di portafoglio					Totale gestioni di portafoglio	
	Fondi aperti	Fondi chiusi	Totale gestioni collettive	GPM retail	Gestioni di prodotti previdenziali	Gestioni di prodotti assicurativi	Altre gestioni	Totale gestioni di portafoglio		
2003	29.552	18	29.570	-4.822	-1.018	343	21.094	1.244	16.841	46.410
2004	798	318	1.116	-542	1.285	1.056	18.740	-1.403	19.136	20.252
2005	21.327	162	21.489	8.187	4.590	1.693	13.058	2.727	30.255	51.744
2006	-9.391	829	-8.562	517	-86	1.408	2.777	22.554	27.171	18.608
2007	-52.412	317	-52.096	-15.592	-3.973	1.455	-8.347	-811	-27.268	-79.364
2008	-143.651	1.793	-141.858	-33.859	-12.946	4.386	-11.840	-3.735	-57.993	-199.851
2009	-683	657	-25	-6.766	3.183	2.259	33.020	3.285	34.982	34.957
2010	5.697	1.634	7.330	-500	3.861	792	16.434	-2.005	18.581	25.911
2011	-33.261	2.402	-30.859	-5.523	-4.478	2.776	1.078	-3.742	-9.890	-40.749

---

# GLOSSARIO

---

**AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive):** normativa che riguarda la gestione a livello europeo di fondi riservati, fondi hedge, fondi immobiliari e altri tipi di fondi alternativi.

**Anticipazioni:** somme in acconto sul montante accumulato. Si possono ottenere in determinati casi con i prodotti di previdenza complementare.

**Asset allocation:** ripartizione di un patrimonio in differenti tipologie di *asset class* e valute disponibili (azioni, obbligazioni, liquidità, immobili, ecc.). È definita strategica, se predisposta in funzione di obiettivi di lungo periodo, tattica quando mira a obiettivi di più breve periodo. Il peso delle differenti *asset class* e valute dipende dal profilo di rischio-rendimento dell'investitore.

**Banca depositaria:** banca presso la quale è custodito il patrimonio del fondo, composto dalle somme investite dai sottoscrittori. La banca depositaria verifica anche la congruità delle operazioni effettuate rispetto al regolamento dell'investimento.

**BCE:** la Banca Centrale Europea, l'istituto incaricato di determinare la politica monetaria dell'Unione.

**Benchmark:** è il parametro oggettivo di riferimento dei fondi comuni di investimento. Costituito da un indice o da una composizione di indici finanziari, aiuta l'investitore a comprendere le caratteristiche peculiari di determinate tipologie di investimenti, con riferimento in particolare alla loro rischiosità.

**Bond:** titolo di debito attraverso il quale le imprese o gli Stati si finanziano raccogliendo capitali in prestito, che restituiranno a scadenza riconoscendo ai sottoscrittori un interesse periodico (cedola).

**Commissione di gestione:** commissione applicata nei confronti dei sottoscrittori delle quote del fondo, come compenso per l'attività di gestione.

**Conferimento del TFR:** destinazione del TFR alla previdenza complementare.

**CONSOB:** Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. È l'autorità italiana preposta al controllo del mercato finanziario mobiliare italiano. La sua attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza e alla trasparenza del mercato.



**COVIP:** Commissione di vigilanza sui fondi pensione. È l'autorità preposta alla vigilanza sul settore della previdenza complementare.

**Credit default swap:** contratti di assicurazione sull'insolvenza di un debitore. È uno strumento finanziario che ha la funzione di garantire chi ha acquisito titoli da un soggetto pubblico o privato; più il debitore è attendibile meno alto è il valore del contratto.

**Default:** incapacità di un soggetto economico di ripagare il debito sottoscritto attraverso un contratto obbligazionario.

**Derivato:** nome genericamente usato per indicare uno strumento finanziario, il cui prezzo/rendimento deriva dai parametri di prezzo/rendimento di altri strumenti finanziari principali (detti sottostanti), che possono essere strumenti finanziari, indici, tassi d'interesse, valute, materie prime.

**Diversificazione:** suddivisione del patrimonio investito in titoli, fondi, obbligazioni diverse e appartenenti a industrie differenti al fine di ridurre il rischio totale.

**Dow Jones:** indice dei titoli industriali della Borsa di New York.

**ETF:** acronimo di *Exchange Traded Fund*. Si tratta di fondi indicizzati quotati sul mercato.

**FED:** acronimo di Federal Reserve, la Banca Centrale Statunitense

**Fondo comune d'investimento:** è un patrimonio autonomo, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e gestito in monte; il patrimonio del fondo può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote. Esistono differenti tipologie di fondi, a seconda delle caratteristiche dei prodotti che ne compongono il portafoglio (azioni, obbligazioni, ecc.).

**Fondo pensione:** strumento di previdenza complementare di tipo collettivo per lavoratori dipendenti, autonomi e liberi professionisti. A seconda delle caratteristiche può essere chiuso o aperto.

**Fondo roundtrip:** fondi armonizzati e non armonizzati promossi da intermediari italiani ma domiciliati all'estero.

**Future:** contratto negoziato generalmente su mercati regolamentati attraverso il quale le

parti, alla scadenza concordata, si impegnano a comprare o a vendere un certo quantitativo di strumenti finanziari, a un prezzo prestabilito alla conclusione del contratto stesso.

**Gestore:** per gestore si intende comunemente la società di gestione del risparmio (SGR), che cura la gestione del portafoglio dei propri fondi comuni di investimento, acquistando e vendendo valori mobiliari.

**Hedge fund:** strumenti finanziari che hanno l'obiettivo di offrire un rendimento positivo su qualsiasi mercato, indipendentemente dal relativo andamento.

**Index linked:** strumenti assicurativi che offrono un rendimento agganciato a un'attività finanziaria sottostante, in particolare un indice di mercato, spesso accompagnati da una garanzia sul capitale investito.

**Investitori istituzionali:** sono i soggetti giuridici che effettuano investimenti sui mercati finanziari, come SGR, fondi pensione o compagnie di assicurazione.

**ISVAP:** Istituto di vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo. È l'autorità di controllo sulle compagnie e sugli intermediari assicurativi.

**MiFID (Markets in Financial Instruments Directive):** direttiva della Commissione Europea che si propone di armonizzare le regole dell'Unione Europea per il funzionamento dei mercati finanziari.

**Obbligazione:** titolo di debito attraverso il quale l'emittente s'impegna a scadenza a rimborsare il capitale raccolto.

**OICR:** organismo di investimento collettivo del risparmio. La denominazione identifica i fondi comuni d'investimento aperti e chiusi e le società di investimento a capitale variabile (vedi SICAV).

**OICVM:** organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

**PAC e PIC:** piano di accumulo del capitale e piano di investimento del capitale. Sono acronimi che identificano due modalità con le quali è possibile aderire a un fondo comune di investimento. L'adesione avviene, con il PIC, tramite l'effettuazione di un versamento in un'unica soluzione all'atto della sottoscrizione delle quote del fondo, mentre con il PAC tramite l'acquisto di quote attraverso versamenti periodici.

**PIP:** piano individuale pensionistico. Si tratta sostanzialmente di polizze di natura assicurativa, che investono i prodotti unit e index linked con finalità di copertura previdenziale.

**Portafoglio:** è l'insieme delle attività finanziarie in cui è investito il capitale.

**Promotore finanziario:** soggetto a cui deve ricorrere una società di intermediazione mobiliare o una banca nel caso di offerta fuori sede di strumenti finanziari o di servizi di investimento. I promotori finanziari possono assumere la veste di dipendenti, mandatari o agenti di SIM o banche, e debbono essere iscritti in un apposito albo tenuto presso l'APF, l'organismo per la tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari.

**Prospetto informativo:** documento che deve essere redatto e pubblicato secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla CONSOB. Il prospetto informativo deve contenere informazioni circa l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e l'evoluzione dell'attività della società emittente o di chi propone l'investimento.

**Quota:** la quota è una parte del capitale che, raccolto in monte da una società di gestione del risparmio, concorre a formare il patrimonio complessivo del fondo comune d'investimento.

**Rating:** è l'indicatore del grado di solvibilità di un soggetto debitore, come uno Stato o un'impresa. La tripla A (AAA) indica il massimo dell'affidabilità del debitore; i voti scendono progressivamente su AA, A, BBB, e così via.

**Recessione:** una temporanea diminuzione dell'attività economica, con conseguente aumento della disoccupazione nel breve periodo.

**Rendiconto:** estratto conto della posizione individuale degli iscritti ai fondi pensione. Evidenzia l'ammontare dei contributi versati e l'andamento della gestione.

**Rendimento:** l'utile che deriva a un investitore dall'investimento effettuato.

**Rischio di liquidità:** rischio di vedere ridursi il prezzo del titolo, qualora l'investitore intenda procedere alla vendita prima della scadenza.

**Rischio di mercato:** rischio legato alla variazione dei tassi d'interesse. Un aumento dei tassi di mercato comporta una riduzione del valore di mercato di un titolo e viceversa.

**Rischio emittente:** è la probabilità che l'emittente del prestito obbligazionario non sia più in grado di restituire il capitale raccolto.

**Risk-free:** termine che indica usualmente titoli senza rischio, spesso a brevissimo termine, emessi dallo Stato.

**Risparmio gestito:** è la ricchezza che i risparmiatori affidano in gestione a una società di gestione del risparmio (SGR). Il mandato di gestione consente all'investitore di usufruire della competenza dell'intermediario finanziario, che si riassume nei tre valori dell'industria del risparmio gestito: professionalità, diversificazione, trasparenza.

**SGR:** società di gestione del risparmio. È incaricata di amministrare il patrimonio del fondo, selezionando i titoli in cui investire e decidendo la composizione del portafoglio.

**SICAV:** società di investimento a capitale variabile. Funzionano come un fondo comune: raccolgono capitali tra i risparmiatori e li investono nei mercati finanziari. Tuttavia, mentre nel caso di un fondo il risparmiatore sottoscrive delle quote, per le SICAV si tratta di vere e proprie azioni che danno diritto di voto in assemblea. Ogni SICAV può essere divisa in più comparti, ciascuno specializzato in un tipo di investimento.

**SIM:** società di intermediazione mobiliare, autorizzate a prestare servizi di investimento, quali la negoziazione per conto proprio e per conto terzi, la ricezione e trasmissione di ordini e la mediazione.

**Sottostante:** attività finanziaria cui fa riferimento un altro strumento o contratto finanziario.

**Spread:** è il differenziale di rendimento tra due titoli obbligazionari (tipicamente titoli di stato), solitamente espresso in punti base (100 punti base corrispondono a un valore pari all'1%).

**Swap:** contratto con cui due controparti s'impegnano a scambiarsi flussi monetari in entrata e in uscita e a compiere l'operazione inversa a una data prevista alle stesse condizioni del primo scambio.

**Switch:** passaggio di un investitore da un fondo a un altro. Nella previdenza integrativa indica il passaggio da un comparto d'investimento a un altro con diverso profilo di rischio e rendimento.

**TFR:** trattamento di fine rapporto. È la liquidazione, così come comunemente chiamata, percepita dal lavoratore al momento della cessazione del rapporto di lavoro.

**Timing:** scelta del momento propizio in cui operare un'azione di compravendita sul mercato.

**Trading online:** compravendita di titoli e valori mobiliari in genere, effettuata personalmente dall'investitore attraverso il collegamento a Internet.

**Trasferimento:** passaggio a un altro strumento previdenziale dell'intero montante individuale.

**Trend:** termine che sta a indicare una tendenza del mercato.

**UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*):** insieme di direttive dell'Unione Europea il cui obiettivo è di semplificare e rendere più trasparenti le regole per la vendita di fondi all'interno dell'UE. La direttiva UCITS IV, approvata nel gennaio 2009, riforma la normativa comunitaria in tema di OICVM.

**Valore mobiliare:** strumento finanziario rappresentativo di quote di capitale di rischio o di capitale di debito di una società.

**Volatilità:** è una misura della rischiosità di un investimento. Quanto più uno strumento finanziario è volatile, tanto maggiore è l'aspettativa di guadagni elevati, ma anche il rischio di perdite.

**Warrant:** consiste in un contratto per l'acquisto futuro di titoli azionari, a un prezzo e a una data concordati all'atto dell'emissione.

**Zero coupon bond:** titolo obbligazionario che non prevede il pagamento periodico di cedole, ma alla cui scadenza viene rimborsata la differenza fra il prezzo di emissione e il valore nominale.









[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)